

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-1/2007**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
MARZO DE 2007**

Guatemala, mayo de 2007

ÍNDICE
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2007

I.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
	Entorno internacional	1
	Entorno interno	3
	Inflación	3
	Ejecución de la política monetaria	6
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	9
A.	SECTOR EXTERNO	9
	1. Evolución de los precios internacionales del petróleo y del maíz	9
	2. La economía mundial	13
	3. Balanza comercial a marzo de 2007	16
	4. Reservas monetarias internacionales netas	25
	5. Tipo de cambio nominal	27
B.	SECTOR REAL	28
	1. La actividad económica para 2007	28
C.	SECTOR FISCAL	32
	1. Análisis de la ejecución presupuestaria	32
	2. Deuda pública	34
	a) Interna	34
	b) Externa	35
D.	SECTOR FINANCIERO	36
	1. Liquidez bancaria	36
	a) En moneda nacional	36
	b) En moneda extranjera	38
	2. Fortalecimiento de la Red de Seguridad Bancaria	39

a)	Fondo para la Protección del Ahorro	39
b)	Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria	41
3.	Fortalecimiento del Sistema Bancario Nacional	41
a)	Suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S.A.	41
b)	Modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario	43
4.	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	45
a)	Captaciones	45
b)	Crédito al sector privado	46
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	48
A.	META DE INFLACIÓN	48
1.	Índice de Precios al Consumidor -IPC-	48
2.	Inflación subyacente	52
3.	Inflación importada	53
4.	Proyección econométrica de inflación para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008	54
5.	Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural	55
a)	Diagrama de abanico	55
b)	Balance de riesgos	56
B.	TASAS DE INTERÉS	57
1.	De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-	57
a)	En moneda nacional	57
b)	En moneda extranjera	62
2.	Limitaciones de los cupos de captación y del mecanismo de transmisión de la política monetaria	63
3.	Tasa de interés parámetro	64
4.	Competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna	65
5.	Tasas de interés activa y pasiva promedio	

ponderado del sistema bancario	67
a) En moneda nacional	67
b) En moneda extranjera	68
C. ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA	70
1. Análisis del programa monetario para el primer trimestre de 2007	71
a) Monetización externa	71
b) Activos internos netos	71
i) Posición con el sector público	71
ii) Posición con bancos y financieras	72
iii) Resultado de gastos y productos	72
iv) Operaciones de estabilización monetaria	72
2. Revisión del programa monetario para 2007	73
D. LIQUIDEZ PRIMARIA	75
1. Emisión monetaria	75
2. Base monetaria amplia	78
E. MEDIOS DE PAGO	80
F. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	81
1. Tasa de crecimiento	81
2. Cartera crediticia por actividad económica	83
a) Crédito concedido al consumo, transferencias y otros	84
b) Crédito concedido al comercio	85
c) Crédito a la construcción	86
d) Crédito a la industria manufacturera	87
3. Calidad de la cartera crediticia	88
4. Préstamos nuevos	90
5. Estimación econométrica de la demanda de crédito	

bancario al sector privado	90
G. ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	92
H. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	93
I. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	94
1. Evolución al primer trimestre de 2007	94
IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	98
A. COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN QUETZALES POR FECHA DE VENCIMIENTO	98
B. TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	99
V. CONCLUSIONES	101
A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES	100
B. COMPORTAMIENTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO Y DEL MAÍZ	100
C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	101
VI. RECOMENDACIONES	102
ANEXOS	104

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2007

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

La Junta Monetaria, en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, diseñada para continuar desarrollando el esquema de metas explícitas de inflación, a fin de consolidar la estabilidad en el nivel general de precios. En la referida política se estableció una meta de inflación de 5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2007 y de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2008.

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

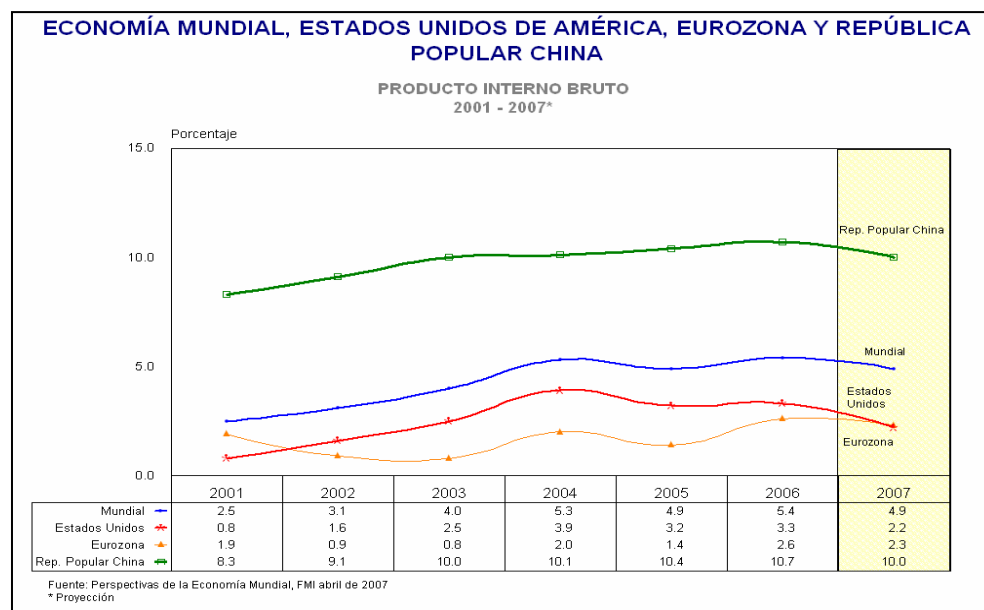
En el contexto descrito, a marzo de 2007 el ritmo inflacionario se ubicó en 7.02%, superior al observado en diciembre de 2006 (5.79%).

Entorno internacional. Durante el primer trimestre de 2007, el precio internacional del barril de petróleo registró una tendencia creciente. En efecto, entre el 31 de diciembre de 2006 y el 31 de marzo de 2007 el citado precio internacional se incrementó en US\$4.82 por barril (7.9%), al pasar de US\$61.05 en diciembre de 2006 a US\$65.87 en marzo de 2007. De acuerdo a expertos internacionales, el comportamiento reciente del precio del crudo, obedece a la combinación de tres factores. El primero, a que existen perspectivas de menor producción por parte de los países que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-; el segundo, al menor pesimismo con relación a los pronósticos de crecimiento económico mundial, especialmente el de los Estados Unidos de América, lo que ha influido en la demanda del crudo y sus derivados; y, el tercer factor, al hecho de que en las bolsas de valores de los

Estados Unidos de América, de Europa y de Asia existen aumentos de las posiciones especulativas en los mercados de futuros, asociados a la mayor percepción de riesgo geopolítico y a la volatilidad del precio internacional del crudo.

Derivado del comportamiento volátil en el precio internacional del petróleo, en los Estados Unidos de América se ha intensificado el uso de fuentes alternativas a los combustibles derivados del petróleo. De esa cuenta, en los Estados Unidos de América y en Brasil, por ejemplo, se viene produciendo etanol a base de maíz; dicho proceso de sustitución ha generado un aumento en el precio internacional del maíz desde octubre de 2006.

En cuanto al crecimiento económico mundial, el Fondo Monetario Internacional -FMI- estima que la economía mundial crecerá 4.9% en 2007. La referida tasa de crecimiento es inferior a la registrada en 2006 (5.4%), pero aún así sigue reflejando el comportamiento positivo de la economía global. En este resultado influye la desaceleración prevista en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América de 3.3% en 2006 a 2.2% en 2007 (país que representa el 20.1% de la economía mundial y es el principal socio comercial de Guatemala), así como por el dinámico comportamiento proyectado para la economía de la República Popular China, la cual se espera registre para 2007 una tasa de crecimiento económico de aproximadamente 10%.





Entorno interno. Durante el primer trimestre de 2007, la política monetaria ha sido apoyada por el desempeño de la política fiscal y por la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivadas del citado comportamiento de la economía mundial, así como de los niveles previstos de inversión, asociados al Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y la República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

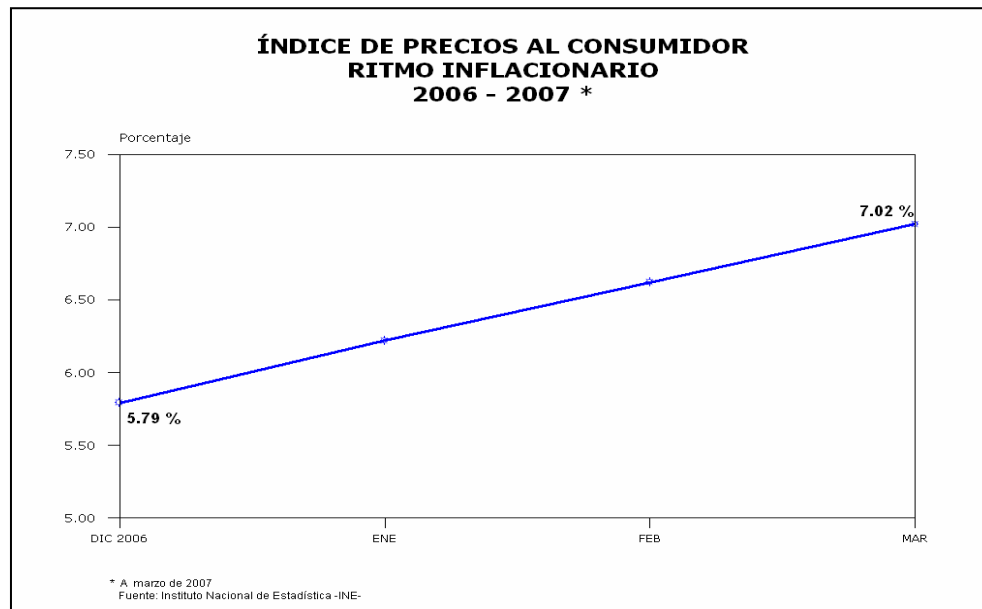
Es pertinente puntualizar que el mantenimiento de la disciplina fiscal es fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica, así como para crear un ambiente de certidumbre y confianza, en el que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, factores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

Dicha confianza en materia económica-financiera por parte de los agentes económicos se reflejó en la estabilidad de los mercados de dinero y cambiario, luego de la suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S. A. (enero 2007), la cual se fundamentó en lo que para el efecto establece la Ley de Bancos y Grupos Financieros, que constituye un marco legal ágil y flexible que favorece la administración de riesgos y la salida ordenada del sistema de entidades bancarias que presenten problemas y que pongan en riesgo el funcionamiento del sistema financiero del país. Se considera que la suspensión de operaciones del referido banco, al igual que la del Banco del Café, S. A. (ocurrida en octubre de 2006), son casos aislados que no representaron una crisis sistémica en el país¹.

Inflación. Al finalizar el primer trimestre de 2007, el ritmo inflacionario, en el marco de ejecución de las políticas monetaria y fiscal disciplinadas, fue inferior en 0.26 puntos porcentuales al observado en marzo de 2006 (7.28%); no obstante,

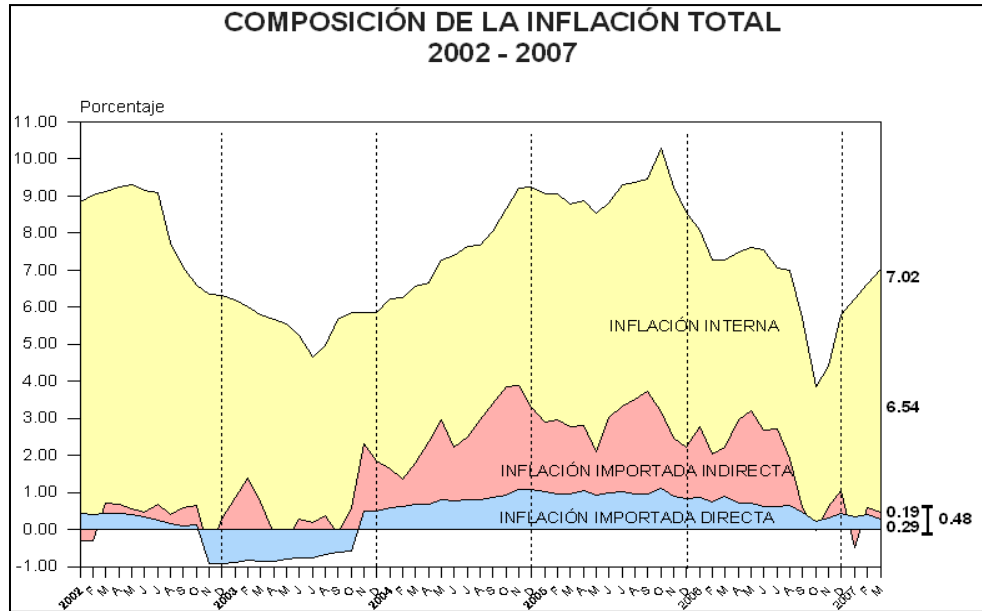
¹ En este contexto, calificadoras internacionales de riesgo se pronunciaron sobre la credibilidad de las autoridades monetarias y financieras del país, en cuanto a que la suspensión de operaciones del Banco del Comercio, S. A. no pone en riesgo la estabilidad económica-financiera de Guatemala, reafirmando las calificaciones de riesgo soberano previas a la suspensión de dicho banco. En efecto, *Standard & Poor's* mantuvo la calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de la República de Guatemala en BB. Asimismo, la referida calificadora también mantuvo la calificación de la deuda interna de largo plazo en BB+. Por su parte, *Moody's* reiteró de "positiva" la calificación de la deuda soberana del país en moneda extranjera. Por su parte, *Fitch Ratings* mantuvo la calificación soberana de Guatemala en BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional.

cabe destacar que respecto a diciembre de 2006 se incrementó 1.23 puntos porcentuales, al pasar de 5.79% a finales de 2006 a 7.02% en marzo de 2007, como se ilustra en la gráfica siguiente.



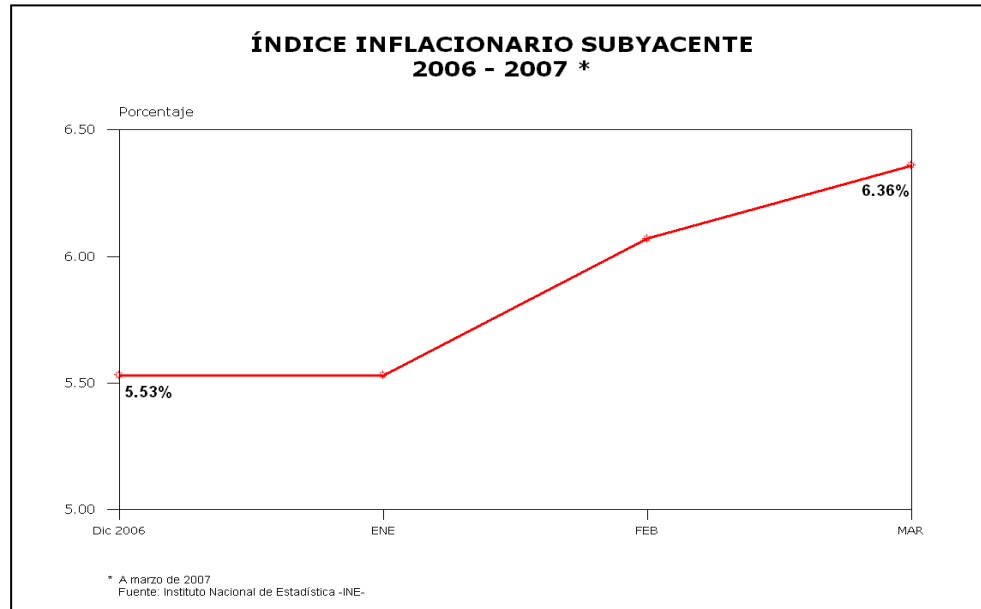
El comportamiento al alza en el ritmo inflacionario se asocia a factores de demanda (excedentes de liquidez) y de oferta (aumentos en los precios del maíz y del petróleo y sus derivados).

Vale la pena puntualizar que, si bien es cierto que el precio internacional del petróleo ha mostrado un comportamiento al alza en el primer trimestre del presente año, también lo es que éste ha sido de menor magnitud si se compara con la evolución observada en el primer trimestre de 2006; en consecuencia, del ritmo inflacionario observado a marzo de 2007 (7.02%), 0.48 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada (2.23 puntos porcentuales a marzo de 2006), mientras que 6.54 puntos porcentuales obedecieron a la inflación interna (5.05 puntos porcentuales a marzo de 2006). Es importante enfatizar que, si bien la inflación tiene un componente exógeno, de naturaleza importada directa, ante el cual la política monetaria no puede influir, ésta sí puede tener incidencia sobre la inflación importada indirecta y la interna, presentando esta última, a marzo de 2007, un nivel de 6.54%, como se ilustra en la gráfica siguiente.



La proyección econométrica realizada por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a marzo de 2007, indica que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 6.78%, por encima de la meta de 5% (+/- 1 punto porcentual) determinada por la autoridad monetaria.

Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente en marzo de 2007 fue inferior en 0.87 puntos porcentuales al observado en el mismo mes del año anterior (7.23%); no obstante, con relación a diciembre de 2006 se incrementó 0.83 puntos porcentuales, al pasar de 5.53% a finales de dicho año a 6.36% en marzo de 2007, aumento asociado a excedentes de liquidez. A continuación, se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento de la inflación subyacente.



Ejecución de la Política Monetaria. Durante el primer trimestre de 2007, la gestión de la política monetaria se enfocó en continuar desarrollando el esquema de metas explícitas de inflación y, como parte de ello, en moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

En ese contexto, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente indica 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.

En ese sentido, a continuación se presenta un resumen de los principales factores que la Junta Monetaria tomó en consideración para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria durante el primer trimestre del año.

En cuanto a la decisión de enero de 2007, la Junta Monetaria, tomando en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación y la orientación de las variables indicativas, de manera unánime decidió mantener en 5.0% la tasa de interés líder de la política monetaria, destacando, entre otros, los aspectos siguientes:

- Que el balance de riesgos de inflación había mejorado, particularmente si se consideraba que el ritmo inflacionario a diciembre de 2006 se ubicó en



5.79%, por debajo de la meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) determinada para ese año.

- Que el déficit fiscal en 2006, se ubicó en Q4,471.2 millones, equivalente al 1.7% del producto interno bruto, monto inferior al programado para ese año de Q6,437.8 millones, equivalente al 2.5% del producto interno bruto.
- Que la evolución de los precios del petróleo y sus derivados mantenían relativa estabilidad, lo que se reflejaba en el comportamiento de la inflación importada.
- Que las proyecciones de inflación para finales de 2007 y de 2008 se situaban dentro de los márgenes de tolerancia de la meta determinada para cada uno de esos años, aspectos que en conjunto también aconsejaban mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria.

En lo que concierne a la decisión de febrero de 2007, la Junta Monetaria tomó en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y los resultados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. Con esa base, de manera unánime decidió mantener en 5.0% la tasa de interés líder de la política monetaria, destacando, entre otros, los factores siguientes:

- Que el primer corrimiento del MMS pronosticó para finales de 2007 un ritmo inflacionario de 5.79% y para diciembre de 2008 de 4.83%, ambos pronósticos se ubicaban dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para cada uno de esos años.
- Que la situación de las finanzas públicas en enero de 2007 registró un superávit de Q853.5 millones, superior al registrado en igual mes de 2006 (Q373.0 millones), lo que revelaba el apoyo de la política fiscal a la política monetaria, coadyuvando a fortalecer las expectativas de los agentes económicos.
- Que la moderación del ritmo inflacionario de los principales socios comerciales del país, principalmente el de los Estados Unidos de América, anticipaba menor inflación importada por esa vía.



- Que la inflación registrada en enero obedeció, principalmente, a factores de oferta, derivados de incrementos en los precios de algunos granos básicos, vegetales y legumbres.
- Que la demanda de efectivo por parte de los agentes económicos comenzaba a presentar un cambio en su comportamiento, como resultado de la normalización en el abastecimiento de billetes y monedas en la economía.

En lo relativo a la decisión de marzo de 2007, la Junta monetaria tomó en consideración el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del MMS. Con esos elementos, la Junta Monetaria decidió, por mayoría de sus miembros, elevar la tasa de interés líder de la política monetaria de 5.00% a 5.25%, enfatizando entre otros, los aspectos siguientes:

- Que los pronósticos de inflación tanto para finales de 2007 como para finales de 2008, se ubicaban por arriba de la meta establecida por la Junta Monetaria para cada uno de esos años.
- Que permanecía la tendencia al alza en el ritmo inflacionario total y subyacente, iniciada en noviembre de 2006, asociada tanto a factores de oferta como de demanda, lo que aconsejaba adoptar medidas de restricción monetaria.
- Que al separar el componente de inflación doméstica respecto del componente de inflación importada en enero y en febrero, se observó que el componente de inflación doméstica fue superior en 6 puntos porcentuales, lo que sugería ajustar la tasa de interés líder de la política monetaria.
- Que el precio internacional del petróleo había crecido 7.9% entre diciembre de 2006 y marzo de 2007, situación que podría constituirse en una presión adicional en el comportamiento del nivel general de precios.
- Que las finanzas públicas, a febrero de 2007, exhibieron un superávit de Q824.0 millones, en contraste a lo observado a febrero de 2006, cuando se registró un déficit de Q187.9 millones; aspecto que evidenciaba el apoyo de



la política fiscal a la política monetaria y, por lo tanto, fortalecía las expectativas de los agentes económicos.

- Que el Índice Mensual de la Actividad Económica, continuaba reflejando dinamismo.

Por último, vale la pena destacar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando los esfuerzos en materia de política monetaria 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.

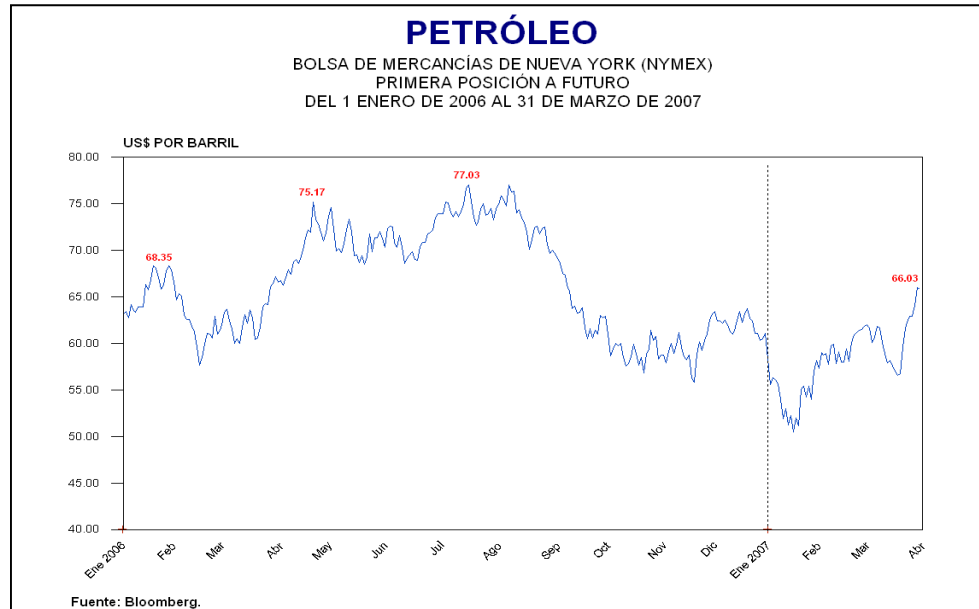
II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. Evolución de los precios internacionales del petróleo y del maíz

En el primer trimestre de 2007, el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$58.16, inferior al promedio registrado en igual período de 2006 (US\$63.48 por barril); sin embargo, en el transcurso del trimestre, el precio internacional del crudo registró una tendencia creciente, hasta alcanzar US\$66.03 por barril, el 31 de marzo. Es importante puntualizar que, como se indicó, la evolución del precio internacional del petróleo durante el primer trimestre fue el resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de aspectos propios del mercado.

A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento del precio internacional del petróleo desde enero de 2006:



En el contexto descrito, según *Global Insight*, empresa dedicada al análisis del mercado del petróleo, en un escenario base el precio internacional del barril de petróleo se mantendría en niveles de alrededor de US\$60.00 por barril en 2007.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando cierta volatilidad, debido a su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional 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 precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diarios. Al respecto, *Global Insight*, proyecta que para 2007 la oferta diaria se ubicaría en 86.25 millones de barriles, en tanto que la demanda se situaría en 86.10 millones de barriles diarios, lo que daría como resultado una brecha de 0.15 millones de barriles diarios, como se presenta en el cuadro siguiente:



PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
Millones de barriles diarios

		2005	2006 ^{/p}	2007 ^{/py}
OFERTA	MIEMBROS OPEP ^{1/}	34.20	34.41	36.08
	NO MIEMBROS OPEP	50.25	50.84	50.17
	TOTAL OFERTA	84.45	85.25	86.25
DEMANDA	OECD ^{2/}	49.62	49.16	49.56
	RESTO DEL MUNDO	34.06	35.32	36.55
	TOTAL DEMANDA	83.69	84.48	86.10
BALANCE GLOBAL		0.76	0.77	0.15

^{p/} Cifras preliminares

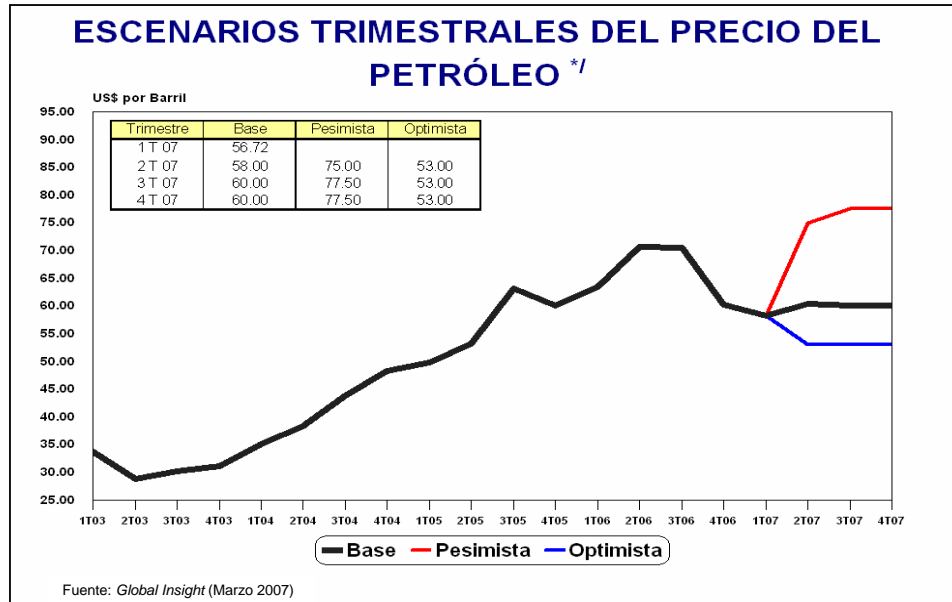
^{py/} Cifras proyectadas

^{1/} Organización de Países Exportadores de Petróleo (12 países productores)

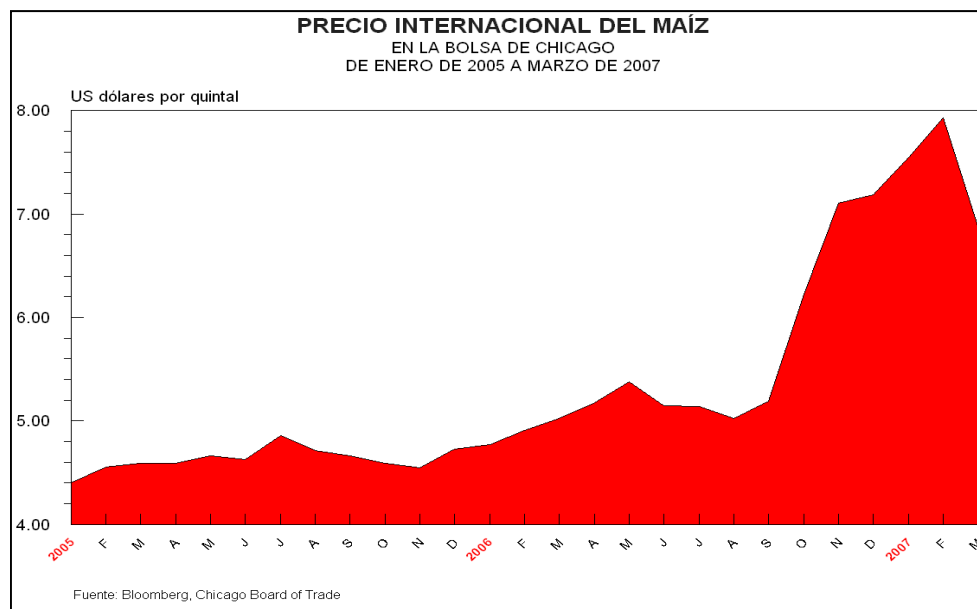
^{2/} Organisation of Economic Cooperation and Development (30 países industrializados)

Fuente: *Global Insight* (Marzo 2007).

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 (país que produce aproximadamente un 13.0% de la oferta de la OPEP), para finales de año el precio del barril de petróleo podría reducirse a US\$53.00 por barril (escenario optimista); en contraste, si surgiera un choque de oferta, como sería la suspensión de las exportaciones de Nigeria (país que suministra alrededor de un 8.0% de la oferta de la OPEP), a causa de su inestabilidad política interna o de las exportaciones de Irán, derivado de una decisión de la Organización de Naciones Unidas -ONU- o de los países interesados en detener su programa nuclear, el precio podría situarse en US\$77.50 por barril para finales de 2007 (escenario pesimista). Los referidos escenarios se ilustran en la gráfica siguiente.



En el marco descrito, cabe mencionar que como consecuencia del alza del precio internacional del petróleo y sus derivados, los Estados Unidos de América, en la búsqueda de nuevas fuentes de energía, ha promovido el uso del etanol como carburante, utilizando como materia prima el maíz, lo que ha provocado un alza en el precio internacional del grano, al extremo que en febrero del presente año, según la Bolsa de Chicago, el quintal de maíz se cotizó en casi US\$8.00, como se ilustra en la gráfica siguiente.





En mérito de lo anterior, tomando en cuenta la evolución de los precios internacionales del petróleo y del maíz, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en proyecciones econométricas, estiman que para diciembre de 2007, en ausencia de una política monetaria más activa y de intensificarse la presencia de factores de oferta asociados a choques exógenos, el ritmo inflacionario total podría ubicarse en 6.78%, por encima de la meta fijada por la autoridad monetaria para ese año (5% +/- 1 punto porcentual); mientras que para diciembre de 2008, se proyecta en 5.41%, dentro de la meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual.

2. La economía mundial²

De acuerdo con el FMI³, el crecimiento mundial sigue mostrando solidez, aunque se espera una desaceleración del mismo para 2007. En efecto, se prevé una tasa de crecimiento de 4.9%, inferior a la de 2006 (5.4%). El crecimiento global se ha sustentado, entre otros, en los factores siguientes: la reducción del precio internacional del petróleo a partir de agosto de 2006; el fortalecimiento de los mercados accionarios inducido por el aumento de las ganancias corporativas; la disminución de la volatilidad en los mercados financieros; el aumento de la confianza tanto de los inversionistas como de los consumidores; el incremento de la productividad; las mejores condiciones en los mercados laborales; y, la reducción de las expectativas inflacionarias.

Desde una perspectiva regional, para 2007 se prevé una moderación del dinamismo económico respecto al año anterior. En efecto, en los Estados Unidos de América, cuya economía continúa siendo el principal motor del crecimiento económico mundial, la actividad económica ha empezado a mostrar signos de desaceleración, situación que podría extenderse para el resto de 2007, mientras que en el área del euro se prevé también un leve debilitamiento del crecimiento económico, en tanto que en Japón se espera que se acelere levemente el ritmo de la actividad económica. Por su parte, en las economías

² Un análisis más amplio se encuentra en Anexo 1.

³ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2007.



emergentes de Asia se proyecta, en conjunto, una tasa de crecimiento de 8.8% (9.4% en 2006), como resultado, especialmente del dinamismo previsto en la actividad productiva tanto en la India como en la República Popular China.

No obstante lo mencionado, el FMI puntualiza que aún persisten riesgos que amenazan la estabilidad y fortaleza del desempeño económico global, entre los que destacan los siguientes:

- i) El resurgimiento de presiones inflacionarias derivadas de alzas en el precio internacional del petróleo;
- ii) Una mayor desaceleración de la economía estadounidense, debido a la menor actividad del mercado de vivienda; y,
- iii) El incremento en la volatilidad de los mercados financieros, como resultado de presiones geopolíticas asociadas a Irak.

En ese orden de ideas, para 2007 se estima un menor dinamismo de la economía estadounidense, la cual se espera que registre un crecimiento de 2.2% (3.3% en 2006), debido al debilitamiento de la demanda interna, derivado de la menor producción manufacturera; a la caída de la inversión residencial; y, al aumento no previsto de los inventarios. La desaceleración prevista de la economía de los Estados Unidos de América incidiría en la producción mundial, lo que, a su vez, influiría en el volumen del comercio mundial de bienes y servicios, el cual se espera crezca 7.0%, porcentaje inferior al observado en 2006 (9.2%).

El crecimiento de la actividad económica en la India se estima en 8.4%, inferior al registrado en 2006 (9.2%), lo cual se sustenta en el efecto que sobre las exportaciones de este país podría tener el debilitamiento de la economía de los Estados Unidos de América. En el caso de la República Popular China, se estima una tasa de crecimiento de 10.0% (10.7% en 2006), como resultado de la fortaleza de la demanda tanto interna como externa.

Por su parte, para 2007 las expectativas inflacionarias son favorables, sobre todo si se considera que no se vislumbra un alza extraordinaria en el precio internacional del petróleo y que las políticas monetarias restrictivas en varios países han sido efectivas en moderar el comportamiento de la demanda agregada. En efecto, en las economías avanzadas se espera una inflación de



1.8% (2.3% en 2006). Dicha desaceleración se estima que permanezca en las principales economías del mundo, excepto en Japón, donde se espera una leve inflación para 2007 de 0.3% (0.2% en 2006).

**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2005, 2006 Y EXPECTATIVAS PARA 2007
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2005	2006	2007
Economía mundial	4.9	5.4	4.9
Economías avanzadas	2.5	3.1	2.5
Estados Unidos de América	3.2	3.3	2.2
Canadá	2.9	2.7	2.4
Área del euro	1.4	2.6	2.3
Japón	1.9	2.2	2.3
Economías emergentes de Asia ^{1/}	9.2	9.4	8.8
República Popular China	10.4	10.7	10.0
Mercados emergentes y países en desarrollo	7.5	7.9	7.5
África	5.6	5.5	6.2
Medio Oriente	5.4	5.7	5.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.6	5.5	4.9
Argentina	9.2	8.5	7.5
Brasil	2.9	3.7	4.4
Uruguay	6.6	7.0	5.0
Chile	5.7	4.0	5.2
México	2.8	4.8	3.4
Venezuela	10.3	10.3	6.2
Costa Rica	5.9	7.9	6.0
El Salvador	2.8	4.2	4.0
Guatemala ^{2/}	3.2	4.6	4.5
Honduras	4.1	5.5	4.8
Nicaragua	4.0	3.7	4.2
Europa Central y del Este	5.5	6.0	5.5
Comunidad de Estados Independientes	6.6	7.7	7.0
INFLACIÓN			
Economías avanzadas	2.3	2.3	1.8
Estados Unidos de América	3.4	3.2	1.9
Canadá	2.2	2.0	1.7
Área del euro	2.2	2.2	2.0
Japón	-0.6	0.2	0.3
Economías emergentes de Asia ^{1/}	3.6	4.0	3.9
República Popular China	1.8	1.5	2.2
Europa Central y del Este	4.8	5.0	4.8
Comunidad de Estados Independientes	12.4	9.5	9.0
Mercados emergentes y países en desarrollo	5.4	5.3	5.4
África	8.4	9.5	10.7
Medio Oriente	7.1	7.9	10.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.3	5.4	5.2
Costa Rica	13.8	11.5	8.1
El Salvador	3.7	4.6	4.4
Guatemala ^{3/}	9.1	6.6	6.2
Honduras	8.8	5.6	6.0
Nicaragua	9.6	9.4	6.1

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

^{2/} De conformidad con estimaciones oficiales, en 2006, la tasa de crecimiento económico fue de 4.9% y para 2007 se proyecta una tasa de 5.2%.

^{3/} En 2006, el ritmo inflacionario se situó en 5.79%, mientras que para 2007 la autoridad monetaria determinó una meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual.

FUENTE: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2007.

**RECUADRO 1****ACONTECIMIENTOS RECIENTES SOBRE LA CAÍDA EN EL VALOR DE LAS ACCIONES EN LOS MERCADOS BURSÁTILES EN EL MUNDO**

El 27 de febrero de 2007 se produjo una caída en el valor de las acciones cotizadas en diversas bolsas de valores en el mundo. De conformidad con analistas financieros internacionales, las principales causas que originaron dicho evento, se centran en dos elementos: el primero, se refiere al rumor sobre posibles medidas (impuesto a las ganancias) del gobierno de la República Popular China en contra de especuladores en el mercado bursátil en dicho país; y, el segundo, se asocia a los comentarios atribuidos a Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, sobre una probable recesión en la economía estadounidense durante el segundo semestre del presente año.

En ese sentido, en el citado día el valor de las acciones cotizadas en la Bolsa de Shanghai se redujo en 8.84%, la mayor caída en 10 años. Lo anterior, contagió a las principales bolsas de valores del resto del mundo, especialmente a las de los Estados Unidos de América.

El efecto negativo en la bolsa de valores de Nueva York se reflejó en el índice *Dow Jones*. Dicho índice intensificó su deterioro, luego de los comentarios de Alan Greenspan, sobre la probable recesión en la economía estadounidense en el segundo semestre de 2007. Cabe indicar que lo manifestado por Greenspan implicaba una posible reducción en la tasa de interés objetivo de la Reserva Federal y, consiguientemente, en las tasas de interés tanto en el mercado de dinero como en el mercado de deuda pública de dicho país, lo que podría inducir una depreciación del dólar estadounidense con relación a las principales monedas del mundo.

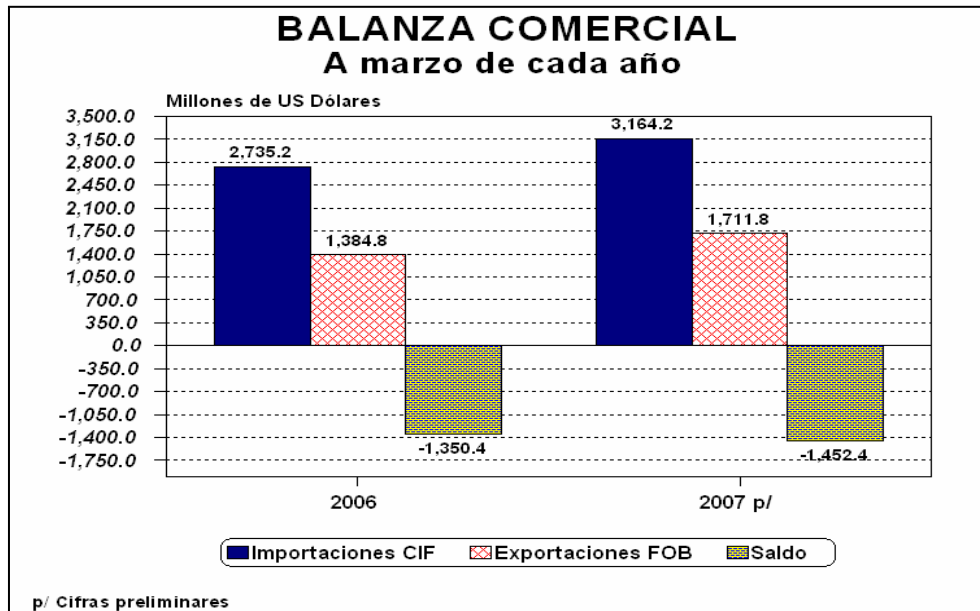
Posteriormente al 27 de febrero, las principales bolsas de valores del mundo se recuperaron.

Fuente: The Economist, <http://www.economist.com>; y Red Nacional y Popular de Noticias, <http://www.nacionalypopular.com>.

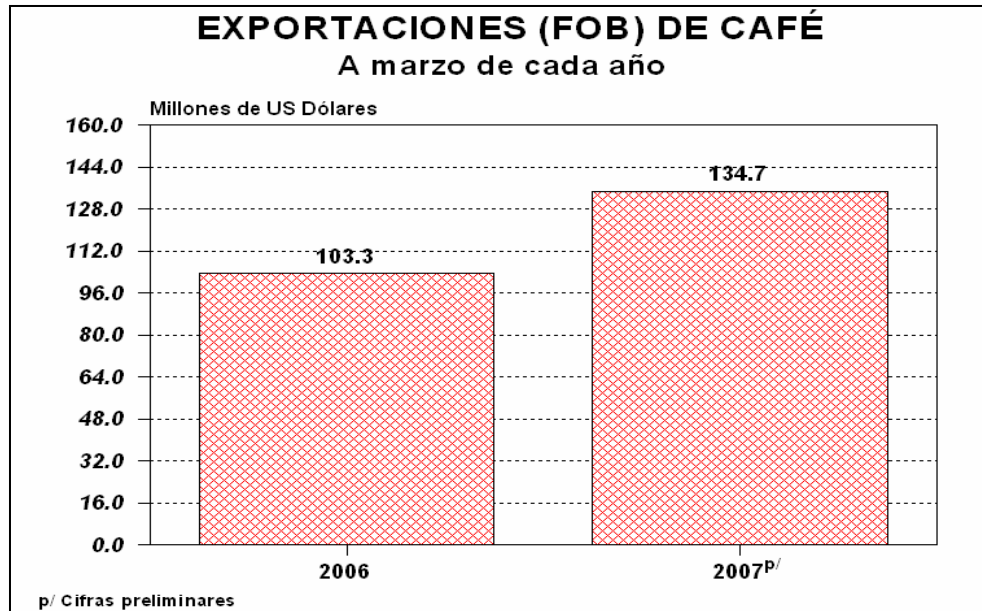
3. Balanza comercial a marzo de 2007

La balanza comercial⁴, a marzo de 2007, registró un saldo deficitario de US\$1,452.4 millones (equivalente a 4.4% del PIB), superior en US\$102.0 millones (7.6%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo (US\$1,350.4 millones, equivalente a 4.5% del PIB). Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 23.6% en el valor de las exportaciones FOB (7.1% a marzo de 2006), al pasar de US\$1,384.8 millones a marzo de 2006 a US\$1,711.8 millones a marzo de 2007 y, por la otra, por el crecimiento de 15.7% en el valor de las importaciones CIF (16.7% a marzo de 2006), al pasar de US\$2,735.2 millones a marzo de 2006 a US\$3,164.2 millones a marzo de 2007.

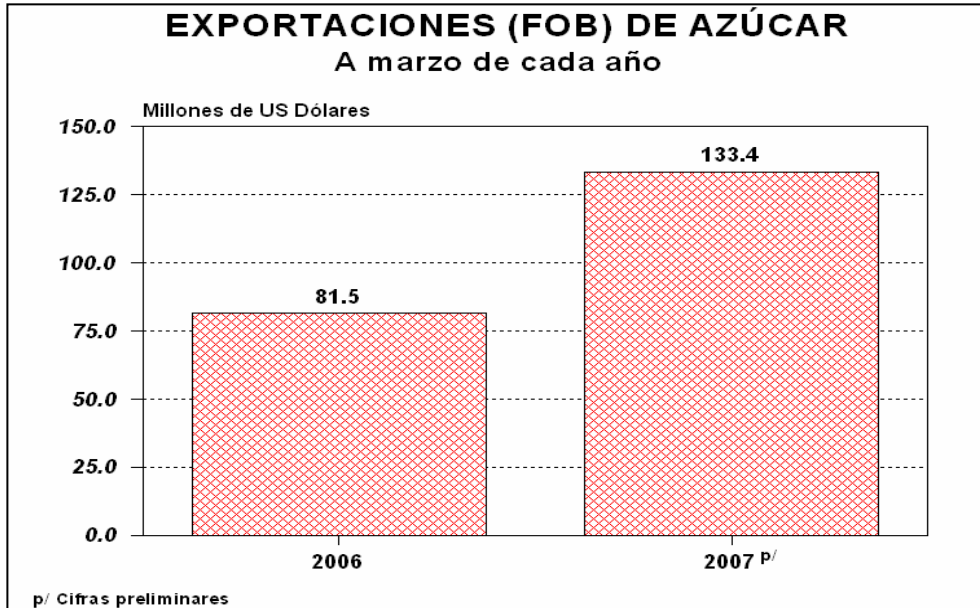
⁴ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.



El valor de las exportaciones de café se situó en US\$134.7 millones, monto superior en US\$31.4 millones (30.4%) en relación a marzo de 2006, lo que se explica por un incremento de 12.1% en el precio medio de exportación y un aumento de 16.4% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$102.61 a marzo de 2006 a US\$115.00 en igual fecha de 2007. Según la Organización Internacional del Café -OIC-, el aumento en el precio medio se asocia a la reducción en la oferta mundial del grano, como resultado de la disminución en la producción de Brasil y de Vietnam, debido a que éste último país ha experimentado problemas climáticos que han afectado sus cultivos; mientras que en Brasil, una parte de la producción cafetalera ha sido sustituida por producción de caña azúcar, debido a la mayor demanda de etanol en dicho país. Por su parte, el volumen exportado en quintales aumentó, al pasar de 1,006.7 miles a marzo de 2006 a 1,171.3 miles en igual mes de 2007.

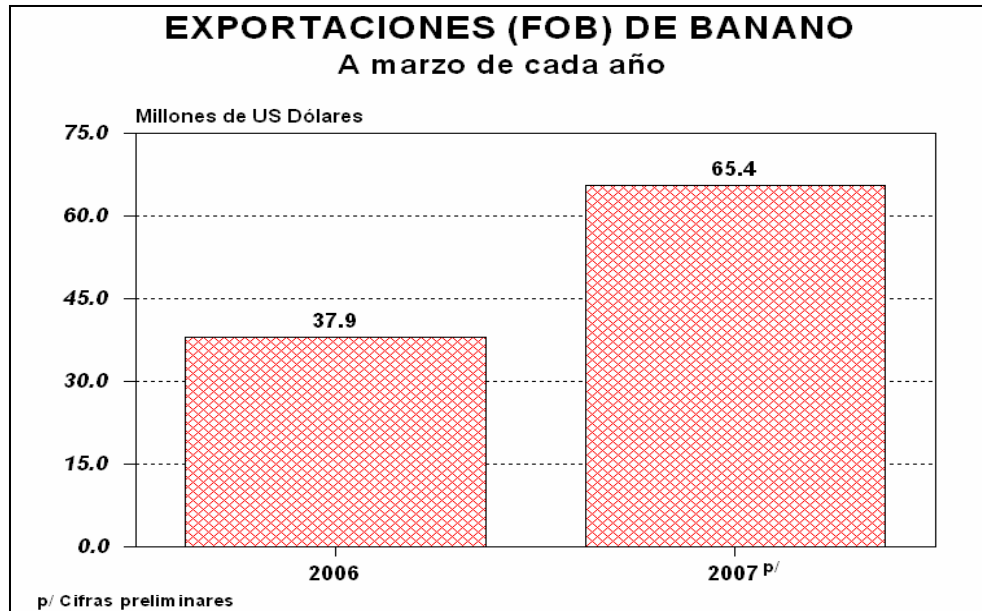


El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$133.4 millones, monto superior en US\$51.9 millones (63.7%) con relación al registrado a marzo de 2006, como resultado del aumento de 15.6% en el volumen exportado y del incremento de 41.7% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentó, al pasar de 9,053.2 miles a marzo de 2006 a 10,463.9 miles en igual período de 2007. Este comportamiento se explica por las mayores ventas del edulcorante en el mercado norteamericano, como resultado, por un lado, del aumento en la cuota azucarera para la presente zafra y, por el otro, de la recuperación en la demanda proveniente de Rusia e Indonesia. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$9.00 a marzo de 2006 a US\$12.75 en igual mes de 2007.

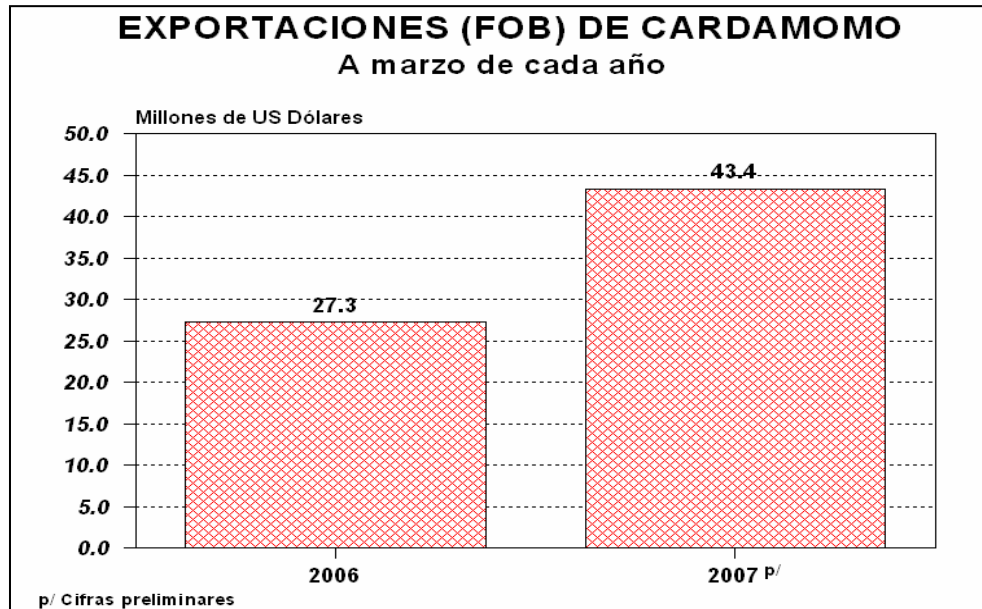


E

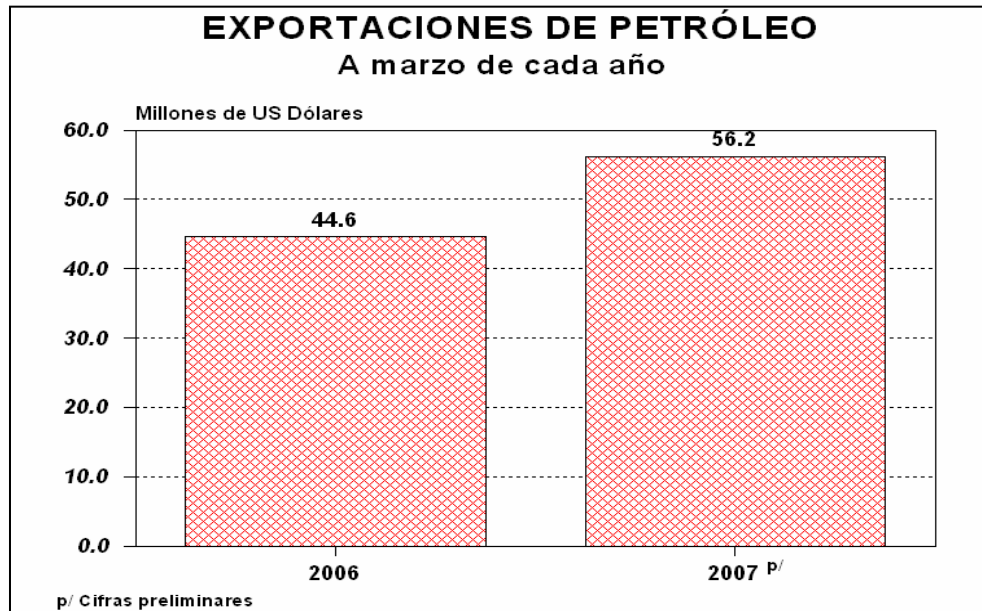
n lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$65.4 millones, monto superior en US\$27.5 millones (72.6%) al registrado a marzo de 2006. Dicho resultado obedeció al incremento de 2,346.8 miles de quintales (63.5%) en el volumen exportado y al alza de 5.6% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.26 a marzo de 2006 a US\$10.83 a marzo de 2007. El incremento en el volumen exportado se debió tanto a la recuperación de las plantaciones bananeras, luego de los daños ocasionados por la tormenta tropical *Stan*, como al mejor posicionamiento de las exportaciones en los Estados Unidos de América y en algunos países de Europa, debido a la alta calidad del producto.



El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$43.4 millones, monto superior en US\$16.1 millones (59.0%) al observado a marzo de 2006. Este resultado se explica por el aumento de 80.8% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$106.80 a marzo de 2006 a US\$193.12 a marzo de 2007, a pesar de que se registró una disminución en el volumen exportado de 255.6 miles de quintales a marzo de 2006 a 224.7 miles de quintales a marzo de 2007. De conformidad con la firma *Karvy Comtrade Limited*, especializada en el mercado de mercancías de la India, la disminución en el monto exportado y el incremento del precio se deben a la reducción en la producción de cardamomo de Guatemala y de la India, principales países productores de cardamomo, así como al incremento de la demanda mundial.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a marzo de 2007 se situó en US\$56.2 millones, monto superior en US\$11.6 millones (26.0%) al registrado al mismo mes de 2006, lo que se explica por el incremento en el volumen exportado, al pasar de 1,065.0 miles de barriles a marzo de 2006 a 1,556.4 miles a marzo de 2007, a pesar de que el precio medio de exportación por barril se situó en US\$36.11, menor en US\$5.77 (13.8%) al observado a marzo de 2006. Cabe indicar que el margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$59.63 a marzo de 2007), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$1,278.7 millones, monto superior en US\$188.5 millones (17.3%) respecto a marzo de 2006. Este resultado obedece tanto al aumento de US\$62.2 millones (16.0%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana como al aumento de las exportaciones destinadas a los países fuera de dicha área por un monto total de US\$126.3 millones (18.0%) respecto de igual período de 2006.

En lo que respecta a exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en los rubros de productos alimenticios por US\$16.4 millones; materiales de construcción por US\$9.1 millones; cosméticos por US\$4.3 millones; productos metálicos por US\$4.3 millones; y, productos químicos por US\$3.3 millones.

En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo, destaca el aumento en los rubros siguientes: frutas y sus preparados por US\$36.4 millones; minerales por US\$17.6 millones; productos alimenticios por US\$13.0 millones; verduras y legumbres por US\$8.7 millones; y, productos de vidrio por US\$8.0 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a marzo de 2007, éste se situó en US\$3,164.2 millones, monto superior en US\$429.0 millones (15.7%) al registrado en igual período de 2006. Este resultado se explica, principalmente, por



el mayor ritmo de crecimiento económico en el país, el cual ha demandado una mayor cantidad de productos importados tanto para el proceso productivo como para el consumo. En efecto, las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios registraron un monto de US\$1,163.2 millones, superior en US\$118.6 millones (11.4%) al valor registrado en igual período del año anterior. Por su parte, las importaciones de Bienes de Consumo, se ubicaron en US\$833.1 millones, monto superior en US\$114.6 millones (15.9%) al registrado a marzo de 2006. Con relación a las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta, éstas exhibieron un crecimiento de 21.1%, al pasar de US\$461.4 millones a marzo de 2006 a US\$558.9 millones a marzo de 2007.

Adicionalmente, las importaciones de Materiales de Construcción crecieron 48.6%, al pasar de US\$59.1 millones a marzo de 2006 a US\$87.8 millones en igual período de 2007. Finalmente, las importaciones de Combustibles y Lubricantes registraron un monto de US\$521.1 millones, superior en US\$69.6 millones (15.4%) al monto registrado en igual período de 2006.

En el contexto descrito, se aprecia que el comercio exterior del país evolucionó favorablemente en el primer trimestre del presente año, situación que es congruente con lo evaluado por el Foro Económico Mundial con relación al Índice Global de Competitividad, como se ilustra en el recuadro siguiente.

RECUADRO 2

ÍNDICE GLOBAL DE COMPETITIVIDAD -IGC-

El Foro Económico Mundial -FEM- publica anualmente un informe sobre el Índice Global de Competitividad -IGC-. El índice intenta medir para cada país los principales factores que impulsan el desarrollo económico, analizando 90 variables agrupadas en nueve pilares a los que se les asigna un peso relativo específico y cada uno representa un área clave de la competitividad. Alrededor de dos tercios de las variables se obtienen por medio de una encuesta de opinión ejecutiva y las restantes de fuentes públicas.

El FEM reconoce que ningún pilar por sí solo, puede asegurar un buen nivel de competitividad, por lo que la importancia relativa de cada factor para determinarla difiere entre países, en función de sus condiciones iniciales; es decir, de las características institucionales y estructurales que particularizan a cada país en comparación con otros en términos de desarrollo, medido por el ingreso *per cápita*. En ese sentido, se clasifica a los 125 países en tres grupos de desarrollo económico: países factor-dependientes, dependientes de innovación y dependientes de eficiencia.

Los pilares están organizados en tres subíndices, los cuales son determinantes para cada uno de los grupos de desarrollo enumerados; por ejemplo, el subíndice de requerimientos básicos es el de mayor importancia para los países factor-dependientes; el subíndice de ampliación de la eficiencia, fundamental para los países dependientes de la eficiencia; y, finalmente, el subíndice de los factores de innovación y sofisticación, se relaciona con el grupo de los países dependientes de la innovación.



PILARES CONSIDERADOS POR EL IGC		
BÁSICOS	DE EFICIENCIA	DE INNOVACIÓN
▪ Instituciones	▪ Educación superior y entrenamiento en el trabajo	▪ Sofisticación de los negocios
▪ Infraestructura	▪ Eficiencia de los mercados	▪ Innovación
▪ Macroeconomía	▪ Disponibilidad tecnológica	
▪ Salud y educación primaria		

En el contexto del Índice de Competitividad Global para 2006, Guatemala registró el ascenso más significativo de los 125 países considerados, al mejorar 20 posiciones respecto al año anterior, al pasar de la posición 95 en 2005 a la 75 en el referido año. A pesar de lo anterior, a nivel Centroamericano aún se encuentra en tercera posición, después de Costa Rica (puesto 53) y de El Salvador (puesto 61).

El FEM considera que dentro de las ventajas que presenta Guatemala se encuentran, por un lado, la estabilidad macroeconómica y el tamaño de su economía y, por el otro, una mayor sofisticación del sector empresarial que ha permitido un mejor uso de factores de innovación; lo que propició que el país ascendiera rápidamente en la lista y se acercara cada vez más a El Salvador y a Costa Rica. Sin embargo, el FEM también considera que aún persiste la debilidad y escaso desarrollo de las instituciones públicas, una limitada eficiencia de los mercados, una baja tasa de educación secundaria y universitaria y un escaso nivel de capacitación e innovación. En ese sentido, y al considerar que la competitividad es sistémica; es decir, que no depende solamente del poder ejecutivo, sino también de los otros poderes del Estado, así como de los demás sectores de la sociedad, se debe continuar mejorando la competitividad del país, mediante un esfuerzo continuo; para ello es importante mantener una visión de nación a largo plazo.

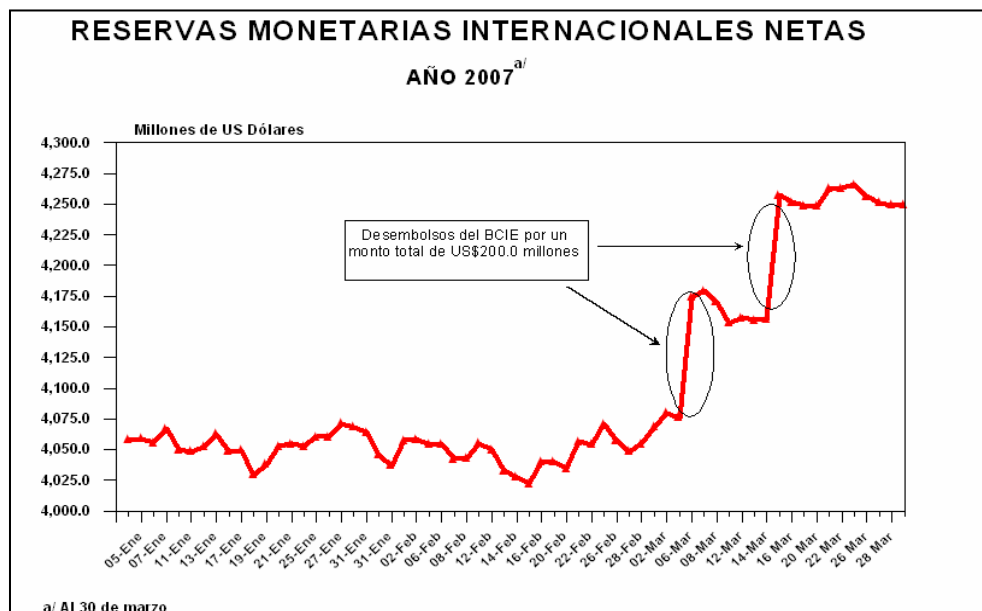
A nivel latinoamericano, Chile es el país que se encuentra en mejor posición en la región, lo cual refleja que el país cuenta con instituciones sólidas que operan con transparencia, mercados eficientes libres de distorsiones de importancia, credibilidad y una dirección macroeconómica competente. Esto le ha permitido un rápido crecimiento económico y una sostenida reducción de la pobreza.

ÍNDICE GLOBAL DE COMPETITIVIDAD LATINOAMÉRICA 2005 y 2006

PAÍSES	Posición		Cambio
	2006	2005	
Chile	27	27	→ 0
Costa Rica	53	56	↗ 3
Panamá	57	65	↗ 8
México	58	59	↗ 1
El Salvador	61	60	↘ -1
Colombia	65	58	↘ -7
Brasil	66	57	↘ -9
Argentina	69	54	↘ -15
Uruguay	73	70	↘ -3
Perú	74	77	↗ 3
Guatemala	75	95	↗ 20
República Dominicana	83	91	↗ 8
Venezuela	88	84	↘ -4
Ecuador	90	87	↘ -3
Honduras	93	97	↗ 4
Nicaragua	95	96	↗ 1
Bolivia	97	101	↗ 4
Paraguay	106	102	↘ -4

4. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de marzo de 2007, las reservas monetarias internacionales netas -RMIN- se ubicaron en US\$4,249.5 millones, lo que significa un aumento de US\$188.4 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$231.1 millones, egreso de divisas por US\$138.6 millones y otros ingresos netos por US\$95.9 millones. Los ingresos se originaron por desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$231.1 millones, destacando dos desembolsos por US\$100.0 millones cada uno, correspondientes al préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión, otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-. Con relación a los egresos, se realizaron pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada por US\$89.3 millones del Sector Público no Financiero y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$49.3 millones. En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan los intereses percibidos sobre inversiones de las RMIN en el exterior por US\$46.3 millones, el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$20.4 millones y otros ingresos netos por US\$29.2 millones.

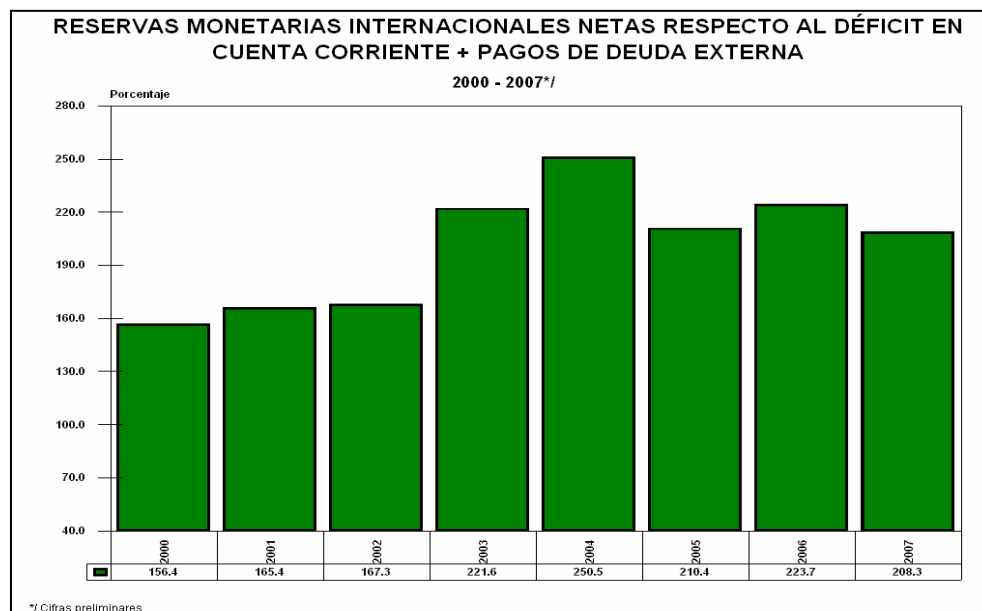


El citado nivel de RMIN permitiría cubrir 4.4 meses de importaciones de bienes; si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de RMIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.4 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante la cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 30 de marzo de 2007, el nivel de RMIN era equivalente a 6.6 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año⁵ (9.3 veces al 30 de marzo de 2006).

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos de la deuda pública externa a un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 2.1 veces las referidas obligaciones.

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



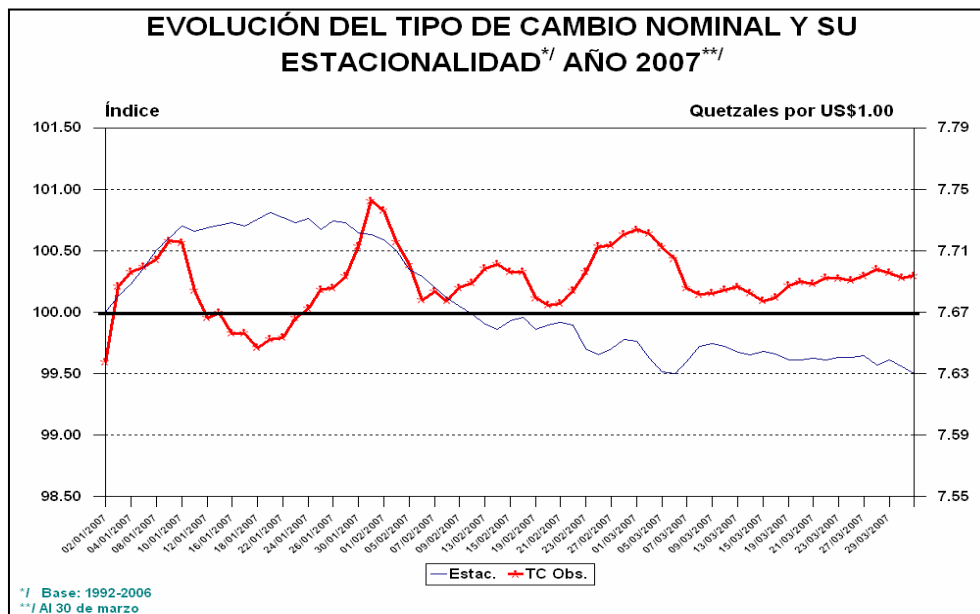
⁵ Cabe indicar que el servicio de la deuda pública externa en 2007 incluye la amortización de US\$150.0 millones de los Eurobonos colocados en el mercado internacional en 1997. En el caso de que se recolquen los referidos Eurobonos, el indicador de mérito se elevaría a 9.8 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país.

5. Tipo de cambio nominal

Al 30 de marzo de 2007, el tipo de cambio nominal promedio ponderado en el Mercado Institucional de Divisas, registró una depreciación de Q0.07 (0.90%), al pasar de Q7.625 por US\$1.00 el 29 de diciembre de 2006 a Q7.694 por US\$1.00 el 30 de marzo de 2007.

Durante el primer trimestre de 2007, el comportamiento del tipo de cambio nominal, en general, fue consistente con su estacionalidad; asimismo, no registró volatilidad que hiciera necesario la aplicación de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, aprobada por la autoridad monetaria en diciembre de 2006.

En la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento del tipo de cambio nominal, así como su estacionalidad.





B. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2007⁶

En 2007 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales⁷, registre un crecimiento de 5.2%, tasa superior a la estimada para 2006 (4.9%).

El comportamiento previsto de la actividad económica se fundamenta, en el orden externo, en la consolidación de los beneficios del Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA), el cual, para el caso de Guatemala, entró en vigencia el 1 de julio de 2006. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional -FMI-⁸ concluye que el DR-CAFTA podría representar un punto de inflexión en la integración de la región con la economía mundial y beneficiar el crecimiento de los países de Centroamérica en diversas maneras, tal como ocurrió con los países signatarios del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés). Sobre el particular, Hilaire y Yang (2003) utilizando un modelo de Equilibrio General Competitivo -EGC-, examinaron los beneficios respecto del crecimiento que podría generar el DR-CAFTA, concluyendo que el PIB de los países de América Central inicialmente podría aumentar 0.7 puntos porcentuales anuales, adicionales a lo que crecerían en un escenario sin DR-CAFTA, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales.

El Banco Mundial⁹ -BM-, por su parte, estima que es posible que el DR-CAFTA tenga efectos positivos en el crecimiento económico de Centroamérica al incrementar las inversiones extranjeras y nacionales, así como al aumentar las exportaciones e importaciones, lo que, a su vez, podrían ayudar a acelerar la transferencia de tecnología. En este sentido, dicho organismo realizó dos estudios. En el primero de ellos, las estimaciones econométricas sugieren que las economías con acuerdos de libre comercio, durante los primeros cinco años

⁶ Un análisis detallado por ramas de actividad se encuentra en Anexo 2.

⁷ Estimaciones elaboradas utilizando la metodología contenida en la Revisión 4 del Manual del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93-, año base 2001.

⁸ América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional. FMI, 2005.

⁹ EL DR-CAFTA: Desafíos y Oportunidades para América Central. Banco Mundial, agosto 2005. Página 186.



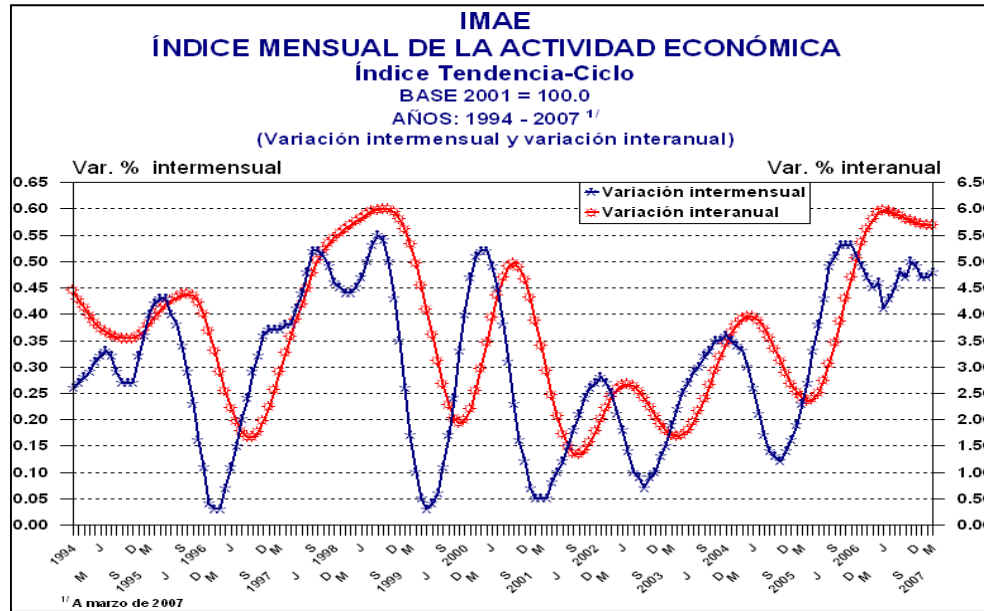
después de su implementación, tienden a incrementar sus tasas anuales de crecimiento en aproximadamente 0.6 puntos porcentuales adicionales a los que registrarían en un escenario sin dichos acuerdos. En el segundo estudio, el BM, mediante un modelo utilizado por Berthelon (2003)¹⁰, concluye que los tratados de libre comercio regionales impactan positivamente en el crecimiento económico. Según este último modelo, el DR-CAFTA añadiría alrededor de 0.8 puntos porcentuales al crecimiento anual, si todas las demás variables permanecen constantes. Agrega el BM que ese crecimiento dependerá de los cambios estructurales e institucionales que se hagan en los países signatarios del tratado.

En relación a lo indicado, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en un análisis econométrico, estiman que el impacto del DR-CAFTA sobre la tasa de crecimiento del PIB real del país para 2007 podría ubicarse entre 0.67 y 1.05 puntos porcentuales adicionales por año (Véase Anexo 3).

En el orden interno, el crecimiento esperado en la actividad económica nacional se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora en las expectativas de los agentes económicos, derivadas de los mayores niveles de inversión pública y privada, generados por los proyectos de infraestructura, razón por la cual para 2007 se prevén tasas de crecimiento positivas para todas las actividades económicas (Véase Anexo 2).

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, con cifras a marzo de 2007, después de mostrar un comportamiento decreciente de julio de 2006 (5.96%) a febrero de 2007 (5.68%), en marzo cambió su tendencia hacia el alza, alcanzando una variación interanual de 5.69%, superior a la observada en el mismo mes de 2006 (5.62%). Este resultado es congruente con lo esperado en la actividad económica para el presente año.

¹⁰ Modelo que calcula los efectos de los acuerdos de libre comercio regional en el crecimiento económico, utilizando una variable ficticia para el período en el que el país entra en dicho acuerdo.

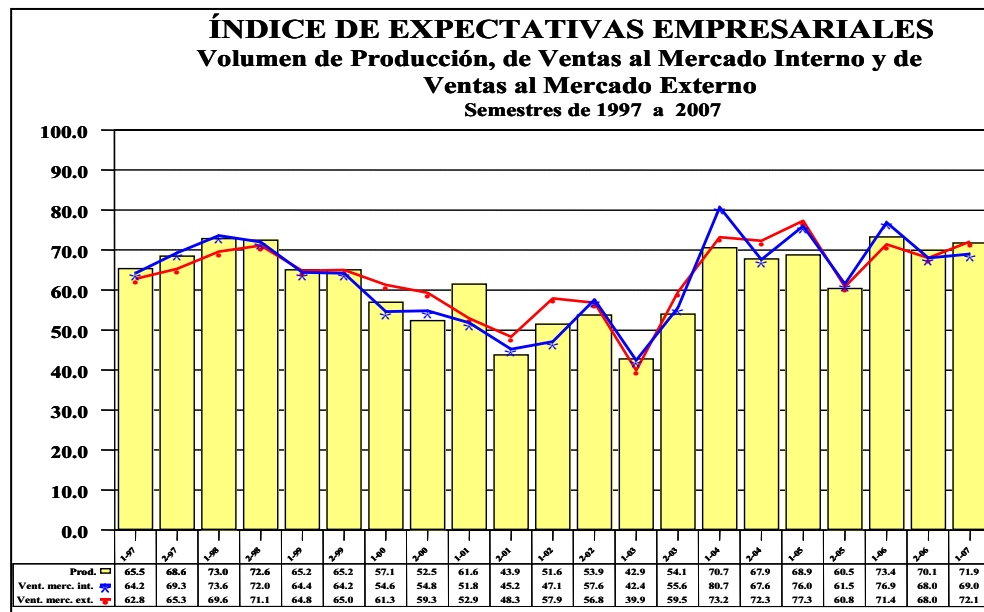


Por otra parte, de acuerdo al Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados, las expectativas del desempeño de la actividad económica evolucionaron desfavorablemente durante el primer trimestre de 2007. En efecto, a marzo de 2007 los analistas económicos ubicaban el nivel del índice en 36.11, inferior en 14.41% respecto al registrado el mes anterior (42.19) e inferior en 51.85% con respecto al observado en marzo de 2006 (75.00). Al respecto, es conveniente mencionar que de acuerdo con el análisis de las respuestas proporcionadas por dicho panel de analistas, se percibe que la evolución del índice durante el primer trimestre de 2007 se vio influenciada, por una parte, por cierto grado de incertidumbre, atribuible a los factores que afectaron al sistema bancario nacional durante los primeros dos meses de 2007 (suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S. A. y desabastecimiento de numerario) y, por la otra, por las expectativas de los agentes económicos, asociados al proceso electoral.

Cabe agregar que, de acuerdo a las respuestas proporcionadas por dicho panel de analistas, 55.6% opina que se mantendrá el clima de negocios para las actividades productivas del sector privado (44.4% opina que empeorará); el 44.4% espera que la evolución económica del país empeore (55.6% señala que

mejorará); 44.4% considera que la economía está mejor que el año pasado (55.6% manifestó que está peor); y, 33.3% considera que la coyuntura actual para realizar inversiones se encuentra en una situación normal (11.1% opina que es un buen momento para invertir y 55.6% señala que es un mal momento).

En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹¹ llevada a cabo en febrero y en marzo de 2007, el 89.5% de los empresarios manifestó que el volumen de producción aumentará o será igual en el primer semestre del presente año, porcentaje ligeramente menor al que se tenía para el mismo período de 2006 (91.6%). Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción¹² refleja que en el primer semestre de 2007, el nivel de producción aumentará respecto a lo previsto en el segundo semestre de 2006. Asimismo, cabe señalar que de conformidad con la encuesta indicada, similar situación se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo, como se ilustra en la gráfica siguiente.



¹¹ Realizada a una muestra de 287 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

¹² Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (55.3%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (8.5%).



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a marzo de 2007 registró un superávit de Q155.4 millones, equivalente a 0.06% del PIB estimado para 2007 (déficit de Q128.9 millones a marzo de 2006, equivalente a 0.05% del PIB estimado para 2006). Asimismo, cabe indicar que a marzo del presente año se registró un superávit primario¹³ de 0.4% del PIB, superior en 0.1 puntos porcentuales al registrado a la misma fecha de 2006, como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q934.4 millones del gasto total, se genera un superávit por Q1,089.8 millones (superávit de Q696.7 millones a marzo de 2006).

Los ingresos totales, a marzo de 2007, registraron un monto de Q8,083.2 millones, superior en Q1,315.8 millones (19.4%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 25.8% en relación al total presupuestado para 2007. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q7,799.0 millones, monto superior en Q1,329.0 millones (20.5%) al registrado a marzo de 2006¹⁴. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos respecto a marzo de 2006 por Q984.4 millones. El aumento en la recaudación de los impuestos indirectos, se debe principalmente a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto de IVA alcanzaron un monto de Q3,632.8 millones, superior en Q860.5 millones a lo percibido en igual período de 2006. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue mayor en Q472.4 millones (27.1%) respecto a marzo de 2006.

¹³ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública de la medida convencional del déficit.

¹⁴ De conformidad con información de la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT- los ingresos tributarios recaudados fueron superiores en Q412.8 millones (5.3%) con relación a lo programado a marzo.



En lo que se refiere a los gastos totales, a marzo de 2007, éstos registraron un monto de Q7,927.8 millones, mayor en Q1,031.5 millones (15.0%) respecto al observado en igual período de 2006. El menor crecimiento de los gastos respecto del de los ingresos, se asocia al reacomodo presupuestario que tuvo que realizar el Ejecutivo al no haberse aprobado el proyecto de presupuesto de 2007. Esta situación afectó el comportamiento estacional del gasto; no obstante, en marzo el gasto exhibió una expansión debido a la realización de algunos gastos no recurrentes como la transferencia extraordinaria al Tribunal Supremo Electoral por Q409.0 millones y el aporte del Estado para la capitalización del Fondo para la Protección del Ahorro por Q273.6 millones.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q5,541.3 millones, mayores en Q684.2 millones (14.1%) a los del mismo período del año anterior. Este resultado estuvo determinado, básicamente, por las mayores transferencias corrientes por Q424.7 millones y gastos de operación por Q150.7 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q2,386.5 millones, mayores en Q347.3 millones (17.0%) a los registrados en igual período de 2006. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos de inversión directa por Q481.1 millones (182.9%), asociados a una mayor ejecución en obras de construcción, ampliación, pavimentación, rehabilitación y mantenimiento de la red vial.

Derivado de lo anterior, el superávit fiscal, como se indicó, se situó en Q155.4 millones (equivalente a 0.06% del PIB estimado para 2007), mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q2,521.1 millones, mayor en Q623.5 millones (32.9%) al registrado en igual período del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto se situó en Q1,395.4 millones y el financiamiento interno neto en Q141.8 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q948.1 millones y vencimientos por Q806.3 millones. Derivado de lo anterior, se registró un aumento de Q1,692.6 millones en la caja fiscal.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A MARZO
AÑOS 2006 - 2007
 -En millones de quetzales-

CONCEPTO	2006	2007 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	6,767.4	8,083.2	1,315.8	19.4
A. Ingresos	6,763.2	8,066.9	1,303.7	19.3
1. Ingresos Corrientes	6,754.7	8,062.4	1,307.7	19.4
a. Tributarios	6,470.0	7,799.0	1,329.0	20.5
b. No Tributarios	284.7	263.4	-21.3	-7.5
2. Ingresos de Capital	8.5	4.5	-4.0	-47.1
B. Donaciones	4.2	16.3	12.1	288.1
II. Total de Gastos	6,896.3	7,927.8	1,031.5	15.0
A. Funcionamiento	4,857.1	5,541.3	684.2	14.1
B. Capital	2,039.2	2,386.5	347.3	17.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	-128.9	155.4	284.3	-220.6
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	1,897.6	2,521.1	623.5	32.9
V. Financiamiento	128.9	-155.4	-284.3	-220.6
A. Financiamiento Externo Neto	2,610.1	1,395.4	-1,214.7	-46.5
B. Financiamiento Interno Neto	535.7	141.8	-393.9	-73.5
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,016.9	-1,692.6	1,324.3	-43.9

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a marzo, se situó en Q20,330.4 millones, mayor en Q141.8 millones al monto observado en diciembre de 2006. Este incremento obedeció, principalmente, a que durante el período citado las tenencias de valores por parte del sector bancario se incrementaron en Q162.9 millones. En contraste, el sector público y el sector privado no bancario redujeron sus tenencias de valores públicos en Q13.1 millones y Q8.0 millones, respectivamente.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, al comparar su posición al 31 de diciembre de 2006 respecto a marzo del presente año, la misma varió levemente, debido a los



reducidos montos negociados y vencidos de Bonos del Tesoro. En efecto, al 31 de diciembre de 2006, la participación del sector bancario era de 26.6% del total, mientras que a marzo de 2007, dicha participación se ubicó en 27.2% del total. En contraste, el sector privado no bancario, el sector público y el Banco de Guatemala disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2006 a marzo del presente año, al pasar de 40.6%, 18.5% y 12.9% a 40.3%, 18.3% y 12.8%, respectivamente. En lo que corresponde al sector no residente, dicho sector mantuvo la misma participación en la estructura de deuda en las fechas indicadas (1.4% del total).

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a marzo de 2007 el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$4,141.0 millones, monto superior en US\$182.7 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado de desembolsos por US\$231.5 millones, amortizaciones por US\$50.2 millones y un aumento por US\$1.4 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\$181.3 millones.

En cuanto a los desembolsos de préstamos al Gobierno Central, a marzo de 2007 destacan los siguientes: US\$209.8 millones¹⁵ del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; y, US\$13.5 millones del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-.

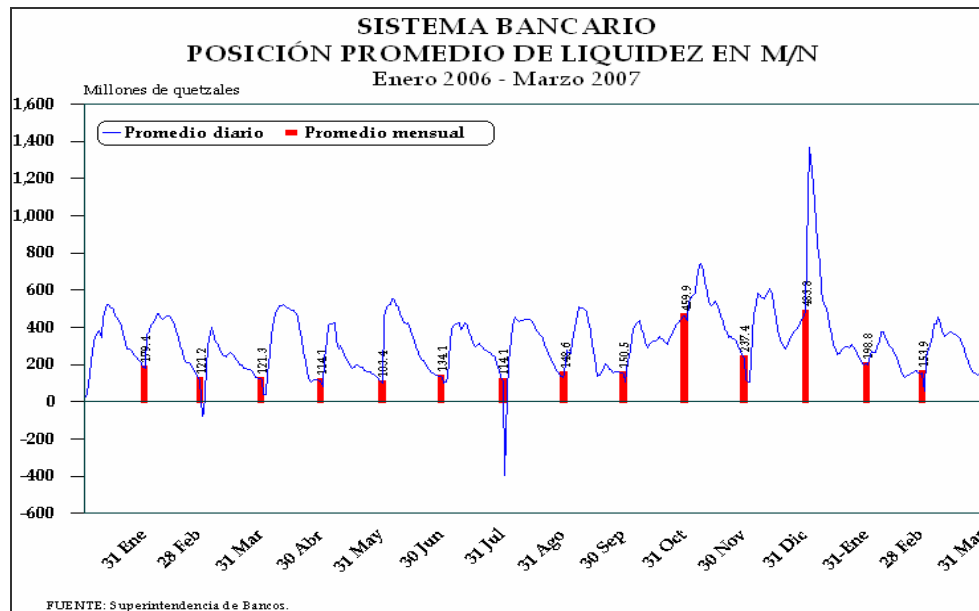
¹⁵ Incluye el desembolso del préstamo destinado al Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$200.0 millones.

D. SECTOR FINANCIERO

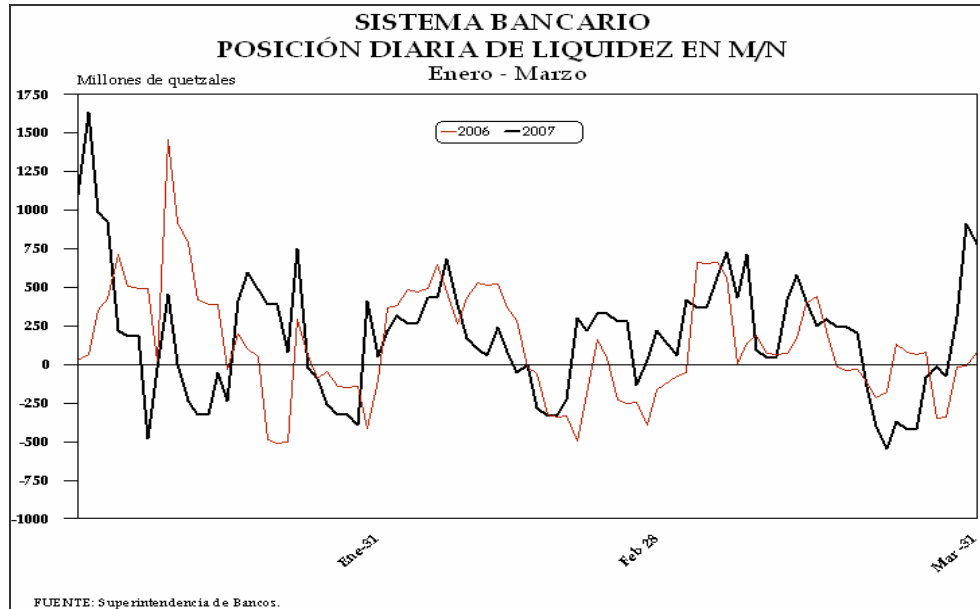
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, es un indicador del nivel de recursos financieros disponibles en el sistema bancario. Durante el período enero-marzo de 2007, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, la liquidez promedio en enero fue de Q198.8 millones, en febrero se situó en Q153.9 millones y en marzo se ubicó en Q194.3 millones.



Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a marzo de 2007, muestra una estabilidad equivalente a la observada en igual período de 2006. Sobre el particular, entre enero y marzo del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 2 de enero, al situarse en Q1,636.3 millones y su nivel más bajo el 22 de marzo, al ubicarse en -Q546.2 millones. Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en Q780.3 millones.



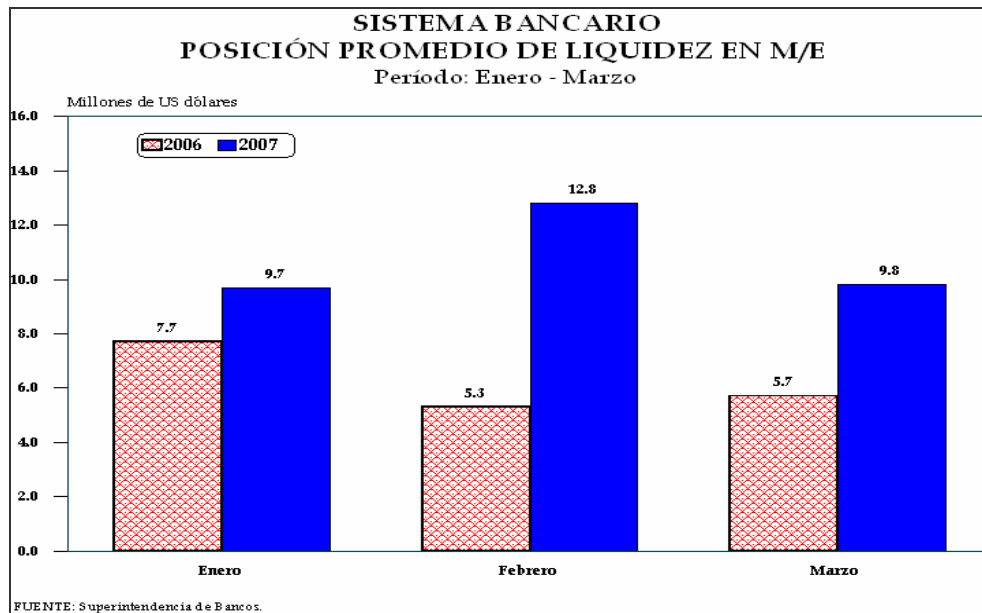
Es importante comentar que el comportamiento de la liquidez bancaria en el período citado, está asociado a las modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario¹⁶. En efecto, se permitió a los bancos del sistema utilizar, como parte de su encaje computable, la inversión en documentos del banco central, del gobierno central y en cédulas hipotecarias hasta por Q100.0 millones por cada institución bancaria. Asimismo, se autorizó mantener a los bancos, como parte de su caja, hasta el 75% del encaje requerido, lo cual permitió, en primer término, que las instituciones bancarias contaran con mayor liquidez¹⁷ y, en segundo término, que dispusieran de mayor flexibilidad en el manejo de sus disponibilidades para efectos del encaje bancario. Adicionalmente, las referidas modificaciones incluyeron la eliminación de los depósitos interbancarios del cálculo del encaje requerido, lo que significó una disminución del mismo por un monto de Q212.9 millones.

¹⁶ La Junta Monetaria mediante resolución JM-20-2007 modificó en forma temporal y con vigencia hasta el 31 de marzo el Reglamento del Encaje Bancario. En marzo extendió la medida hasta el 31 de mayo del presente año con algunas variantes respecto de las modificaciones de enero.

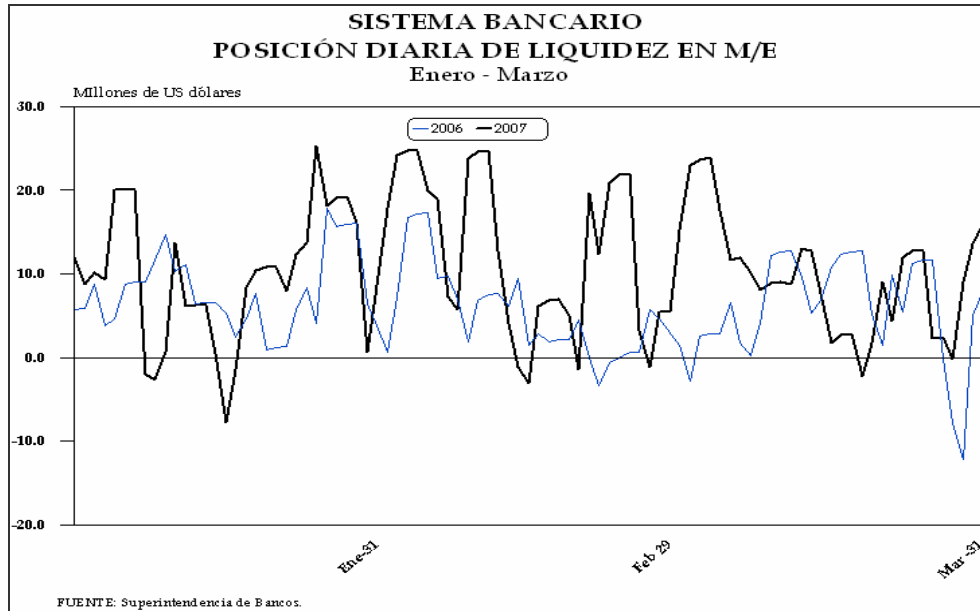
¹⁷ En efecto, la referida medida permitió el retiro de depósitos en el Banco Central por Q357.7 millones, el incremento del efectivo en las cajas de los bancos por Q745.2 millones y el registro de Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y cédulas hipotecarias con garantía FHA y cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, como parte del cómputo de su encaje, por un monto de Q419.9 millones.

b) En moneda extranjera

Durante el primer trimestre de 2007, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento ascendente, situándose, en enero, febrero y marzo en US\$9.7 millones, US\$12.8 millones y US\$9.8 millones, en su orden.



Por otra parte, durante el primer trimestre de 2007, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, aunque con niveles mayores, registrando un nivel negativo el 16 de enero (-US\$7.8 millones) y un nivel máximo el 25 de ese mismo mes (US\$25.3 millones). Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en US\$16.1 millones.



2. Fortalecimiento de la Red de Seguridad Bancaria

a) Fondo para la Protección del Ahorro

- En resolución JM-15-2007 del 12 de enero de 2007, la Junta Monetaria, con el propósito de que el Fondo para la Protección del Ahorro disponga de recursos suficientes para cumplir con el objetivo para el cual fue creado, autorizó al Banco de Guatemala para redimir anticipadamente los Depósitos a Plazo constituidos por el Fondo para la Protección del Ahorro, en el Banco Central, hasta por un monto de Q17.9 millones y para adquirir directamente del Fondo para la Protección del Ahorro, por una parte, US\$8.3 millones en Bonos del Tesoro de la República de Guatemala -Bonos Paz- y, por la otra, hasta US\$0.7 millones de las disponibilidades en efectivo de dicho Fondo, en moneda extranjera, en ambos casos aplicando el tipo de cambio de referencia, vigente en la fecha de realización de tales operaciones.

- En resolución JM-37-2007 del 7 de febrero de 2007, la Junta Monetaria modificó la cuota que los bancos del sistema deben aportar mensualmente al Fondo para la Protección del Ahorro, en el sentido que la misma se debe calcular sobre la base de una doceava parte del uno punto cinco por millar, del promedio mensual de la totalidad de las obligaciones depositarias, con



el propósito de incrementar el nivel del seguro de depósitos y transmitir un mensaje de confianza a los usuarios de servicios bancarios.

- En resolución JM-50-2007 del 21 de febrero de 2007, la Junta Monetaria autorizó al Banco de Guatemala para que, en su calidad de administrador de los recursos del Fondo para la Protección del Ahorro, celebrara con los bancos del sistema un convenio de apoyo financiero a dicho Fondo hasta por Q2,000.0 millones¹⁸, dado que, al 16 de febrero de 2007, el referido Fondo presentaba una situación patrimonial deficitaria de Q266.6 millones, como consecuencia de los aportes al Fideicomiso de Administración y Realización de Activos Excluidos del Banco del Café, S. A. y del Banco de Comercio, S. A. por Q1,600.0 millones y Q360.0 millones, respectivamente. Por su parte, el Organismo Ejecutivo, mediante Acuerdo Gubernativo Número 59-2007 del 21 de febrero de 2007, vigente a partir del 23 de febrero de ese año, facultó al Ministerio de Finanzas Públicas para que otorgara un aporte de Q273.6 millones al Fondo para la Protección del Ahorro y para que realizara las operaciones presupuestarias, contables y financieras necesarias para el cumplimiento de tal disposición.

- En términos numéricos, las operaciones registradas por el Fondo para la Protección del Ahorro, derivadas de las disposiciones de la autoridad monetaria indicadas, dieron como resultado que, al 31 de marzo de 2007, los recursos del referido fondo, tanto en quetzales como en dólares de los Estados Unidos de América, ascendieran a Q377.5 millones¹⁹, los cuales se encontraban invertidos, en quetzales, en Certificados de Depósito a Plazo del Banco de Guatemala (Q36.6 millones) y en Bonos del Tesoro de la República de Guatemala (Q270.0 millones) y en dólares de los Estados Unidos de América, en depósitos a plazo en un banco del exterior (US\$0.9 millones) y en Bonos del Tesoro de la República de Guatemala (US\$8.3 millones).

¹⁸ Los recursos serán aportados por los bancos del sistema en la medida que se estimen necesarios. Sobre el particular, se convino que el primer aporte será hasta por Q500.0 millones.

¹⁹ En el caso de los recursos expresados en dólares de los Estados Unidos de América, por su equivalente en quetzales al tipo de cambio de referencia vigente el 31 de marzo de 2007 (Q7.69235 por US\$1.00).

b) Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria

- En resolución JM-16-2007 del 12 de enero de 2007, la Junta Monetaria, con el propósito de que el Fideicomiso Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria -FCB- disponga de recursos que le permitan apoyar el proceso de saneamiento y fortalecimiento del sistema bancario nacional, autorizó al Banco de Guatemala, en su calidad de fiduciario del FCB, para que, por excepción, redimiera anticipadamente los Depósitos a Plazo constituidos por dicho fideicomiso en el Banco Central, hasta por un monto de Q590.2 millones.

- Derivado de lo anterior, el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria otorgó apoyo financiero al Fondo para la Protección del Ahorro por un monto de Q360.0 millones. Asimismo, durante el primer trimestre de 2007, otorgó asistencia financiera por un monto de Q138.4 millones a tres bancos del sistema que participaron en el proceso de salida ordenada del Banco del Café, S. A., con el propósito de cubrir el monto mínimo del patrimonio requerido adicional, derivado de la participación de dichas entidades en el referido proceso. De esa cuenta, al 31 de marzo de 2007, el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria registraba activos por un monto de Q600.3 millones, pasivos por Q0.5 millones y un patrimonio de Q599.8 millones.

3. Fortalecimiento del Sistema Bancario Nacional

a) Suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S. A.²⁰

- La Junta Monetaria, en resolución JM-13-2007 del 12 de enero de 2007, resolvió, unánimemente, suspender de inmediato las operaciones del Banco de Comercio, S. A., debido a que de conformidad con el informe número 33-2007 del 12 de enero de 2007, emitido por la Superintendencia de Bancos, dicha entidad bancaria, en franca contravención a lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley de Bancos y Grupos Financieros no abrió sus puertas al público el 12 de enero de 2007 para realizar sus operaciones y para la prestación

²⁰ Un reporte más amplio relativo a la suspensión de operaciones de dicha entidad puede consultarse en <http://www.banquat.gob.gt/inc/main.asp?id=37968&aud=1&lang=1>

de servicios, entendidas tales operaciones, entre otras, como sus operaciones activas y pasivas, estando comprendidas en estas últimas las relativas al pago de sus obligaciones, lo cual la situó en la causal de suspensión de operaciones contemplada en el inciso a) del artículo 75 de la misma ley.

- Es importante agregar que el Fondo Monetario Internacional en su reporte sobre la revisión del artículo IV de Guatemala para 2006, señaló que aun cuando, los indicadores divulgados del desempeño y solvencia de los bancos han mejorado, la evaluación sobre la estabilidad del sistema financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) denota que cuando los estándares utilizados son más prudentes, el coeficiente de capitalización del sistema bancario podría ser significativamente menor al 10% que dispone la Ley de Bancos y Grupos Financieros. Asimismo, la regulación de los préstamos presenta deficiencias, en particular las relativas a la valuación, las reservas y los préstamos vinculados. Sin embargo, las autoridades monetarias señalaron que la calidad de la cartera ha mejorado gradualmente y que para 2007 se tienen previstas nuevas disposiciones regulatorias orientadas a mejorar las prácticas de administración y evaluación de riesgos.

RECUADRO 3

REPORTE ESPECIAL DE FITCH RATINGS SOBRE LOS BANCOS GUATEMALTECOS: RESULTADOS ANUALES Y PERSPECTIVAS¹

En diciembre de 2006 y marzo de 2007, la entidad calificadoradora de riesgo *Fitch Ratings* publicó sus reportes relativos al sistema bancario guatemalteco. A continuación se presenta un resumen de los principales aspectos contenidos en dichos reportes.

1. Hechos relevantes

a) Suspensión de las operaciones del Banco del Café, S. A. En octubre de 2006, la Junta Monetaria resolvió la suspensión de operaciones del Banco del Café, S. A. el cuarto banco del sistema, con una participación de mercado en activos cercana al 8%. La decisión contribuyó a reducir el impacto negativo sobre el sistema y a proteger los intereses de los depositantes. Los activos con valor económico del banco fueron trasladados a un fideicomiso de liquidación, administrado por la Corporación Financiera Nacional -CORFINA-, mientras que sus depósitos (cerca de Q7,000 millones) fueron distribuidos en tres bancos del sistema.

b) Suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S. A. En enero de 2007, la Junta Monetaria dispuso la suspensión de operaciones del Banco de Comercio, S. A., entidad que participaba con un poco más del 1% de los activos del sistema. Los activos con valor económico del banco fueron trasladados a un fideicomiso de liquidación, con recursos del Fondo para la Protección del Ahorro, administrado por la Financiera Industrial S. A. (entidad miembro del Grupo Financiero Corporación BI), mientras que los depósitos (equivalentes a Q960 millones) fueron absorbidos en su totalidad por el Banco Industrial, S. A. quien los honró en su totalidad y recibió en contraparte certificados de participación emitidos por el fideicomiso.

2. Principales tendencias y perspectivas

a) Necesidad de capitalizar el sistema bancario. La solvencia patrimonial del sistema disminuyó durante los últimos dos años, factor que, aunado al fuerte crecimiento del portafolio crediticio y al bajo



nivel de cobertura en reservas, incrementan el riesgo del sistema en general, especialmente en momentos de una readecuación de la industria bancaria.

b) Consolidación del sistema bancario y llegada de grupos financieros internacionales. Durante el último año, la industria bancaria ha estado inmersa en un intenso proceso de consolidación y creciente interés de diversos grupos financieros internacionales por operar o incrementar sus inversiones en el mercado local.

c) Crecimiento de los créditos, acompañado de un leve deterioro en la calidad de los mismos. Durante el último año continuó la fuerte tendencia creciente en el otorgamiento de créditos. Por otra parte, se observó un leve deterioro en la calidad de los préstamos. En el futuro, se espera que la tendencia creciente en préstamos continúe, debido a la posible entrada de nuevos competidores a la industria y al buen desempeño económico proyectado para 2007; y,

d) Esfuerzo para mantener la confianza del público en el sistema bancario. Las expeditas intervenciones por parte de los reguladores, así como el apoyo de las principales instituciones del sistema, permitieron salvaguardar los intereses de los depositantes y honrar el 100% de los depósitos en las dos instituciones intervenidas. En el futuro, *Fitch Ratings* espera que tanto los bancos como los entes reguladores, concreten diversas medidas en busca de mantener la credibilidad del sistema.

¹ Fuente: Guatemala Reporte Especial "Bancos Guatemaltecos: Resultados Anuales y Perspectivas" e informe "Bancos Guatemaltecos: Resultados y Perspectivas", de *Fitch Ratings*, del 31 de diciembre de 2006 y 12 de marzo de 2007, respectivamente.

b) Modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario

En resolución JM-20-2007 del 22 de enero de 2007, la Junta Monetaria dispuso que para el cómputo del encaje computable, en moneda nacional y en moneda extranjera, las entidades bancarias podrán incluir hasta el 31 de marzo de 2007, en su orden, Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y, en último caso, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, siempre y cuando acrediten que no cuentan con certificados de Depósitos expedidos por el Banco Central ni con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, hasta un monto máximo de Q100.0 millones, por institución bancaria. Asimismo, dispuso que para efectos del cálculo del encaje, los fondos en efectivo que los bancos mantuvieran en sus cajas, en ningún caso podrán superar el 75% del monto total que ascienda el encaje requerido.

Derivado de que la aplicación de la resolución JM-20-2007, dio los resultados esperados, en el sentido de que incrementó la caja, permitió a las entidades bancarias la contabilización de documentos en la integración del encaje computable hasta por Q100.0 millones por cada entidad, redujo los depósitos que los bancos mantienen en el banco central, lo que facilitó la gestión de la liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera de los bancos del sistema, sin alterar el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo en el mercado de



dinero y la cotización del tipo de cambio en el mercado cambiario. Posteriormente, luego de haberse evaluado la medida y dado su carácter temporal, la Junta Monetaria en resolución JM-75-2007 del 28 de marzo de 2007, resolvió prorrogar por dos meses la vigencia de dicha resolución, en los términos siguientes: i) que se mantenga la exclusión de los depósitos interbancarios del monto de obligaciones encajables para efectos del cómputo de encaje requerido; ii) que para efectos de encaje computable, los fondos en efectivo que los bancos mantuvieren en sus cajas, en ningún caso podrán superar el 50% del monto total a que ascienda el encaje requerido; y, iii) que para efectos del cómputo del encaje también se podrá incluir, en su orden, Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y, en último caso, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, siempre y cuando no sea para efectos de generar excedentes de encaje. El monto máximo que se aceptará para utilizar esos documentos en el cómputo del encaje computable será de setenta y cinco millones de quetzales (Q75.0 millones) por cada institución bancaria.

En términos numéricos, las referidas modificaciones dieron como resultado varios cambios que se comentan a continuación:

- Entre el 22 de enero y el 31 de marzo de 2007, el encaje computable presentó un incremento de Q807.4 millones. Dicho comportamiento se explica por un aumento en la caja computable de las entidades bancarias por Q745.2 millones; una disminución de Q357.7 millones en los depósitos en el Banco Central; y, una utilización de inversiones en títulos-valores registrados en el encaje computable por Q419.9 millones.

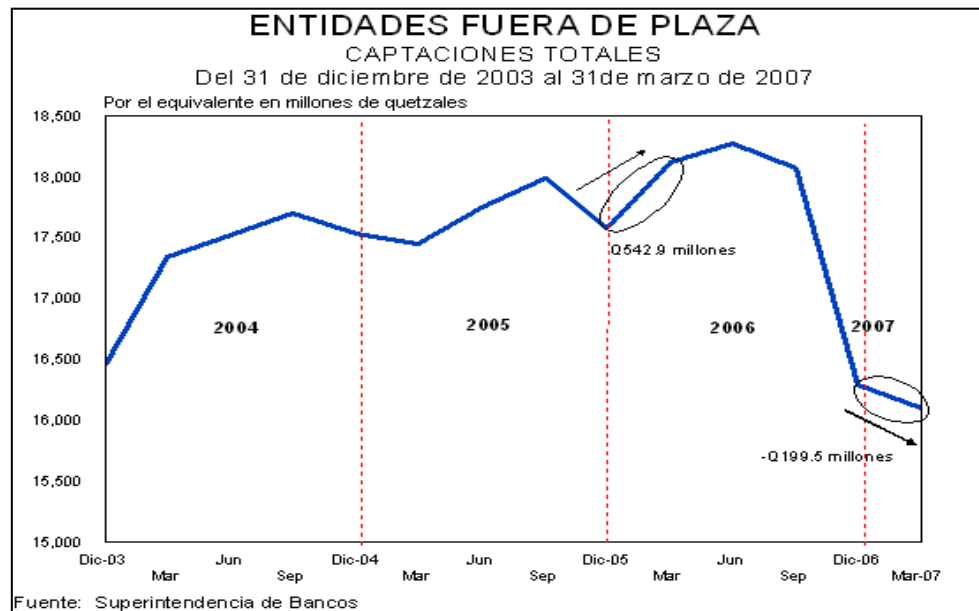
- Entre el 22 de enero y el 31 de marzo de 2007, el encaje requerido, registró un incremento de Q105.6 millones, como resultado del aumento de las obligaciones encajables por Q723.2 millones. Dicho incremento estuvo determinado por un aumento de las captaciones provenientes de sus clientes e inversiones por Q872.0 millones; por la disminución de las obligaciones financieras por Q16.4 millones; y, por la exclusión de los depósitos interbancarios por Q212.9 millones de las cuentas que integran el encaje requerido

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

Los datos disponibles a marzo de 2007 permiten, de manera general, realizar un análisis aproximado de las operaciones de forma desagregada de las entidades fuera de plaza, particularmente de las captaciones y del crédito al sector privado.

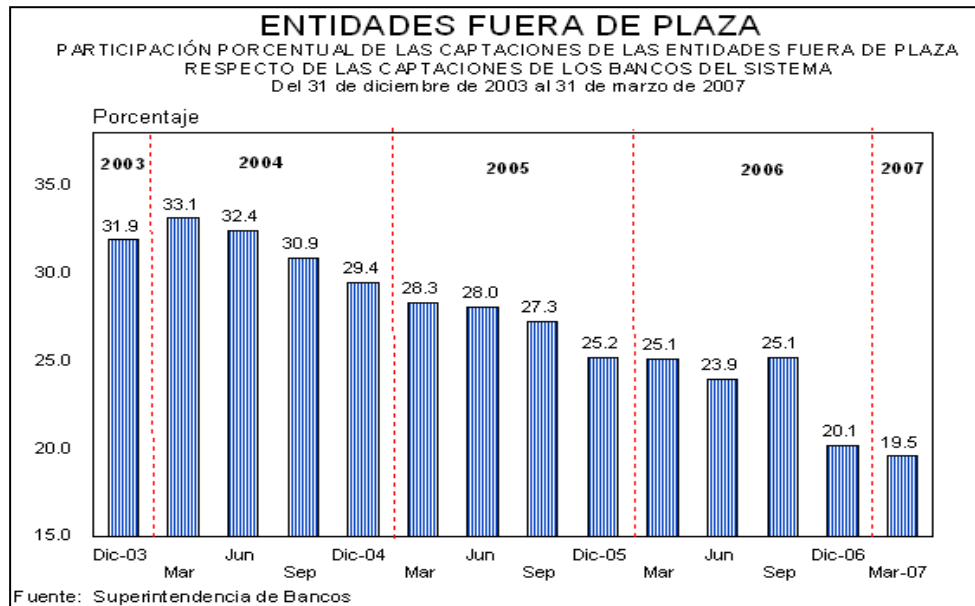
a) Captaciones

Las captaciones totales (incluyendo bonos) de las entidades fuera de plaza, al 31 de marzo de 2007 registraron un saldo por el equivalente de Q16,101.4 millones, monto inferior en Q2,026.5 millones (11.2%) al registrado al 31 de marzo de 2006 y menor en Q199.5 millones (1.2%) al registrado el 31 de diciembre de 2006. Este comportamiento podría ser resultado de la secuencia de retiro de fondos por parte de cuentahabientes e inversionistas de tales entidades, que se comenzó a observar a partir de la suspensión de operaciones de Bancafe International Bank, Ltd.²¹, entidad fuera de plaza, miembro del Grupo Financiero del País que al 30 de septiembre de 2006 registraba captaciones por un monto equivalente en quetzales de Q1,257.3 millones (7.0% de las captaciones totales de las entidades fuera de plaza).



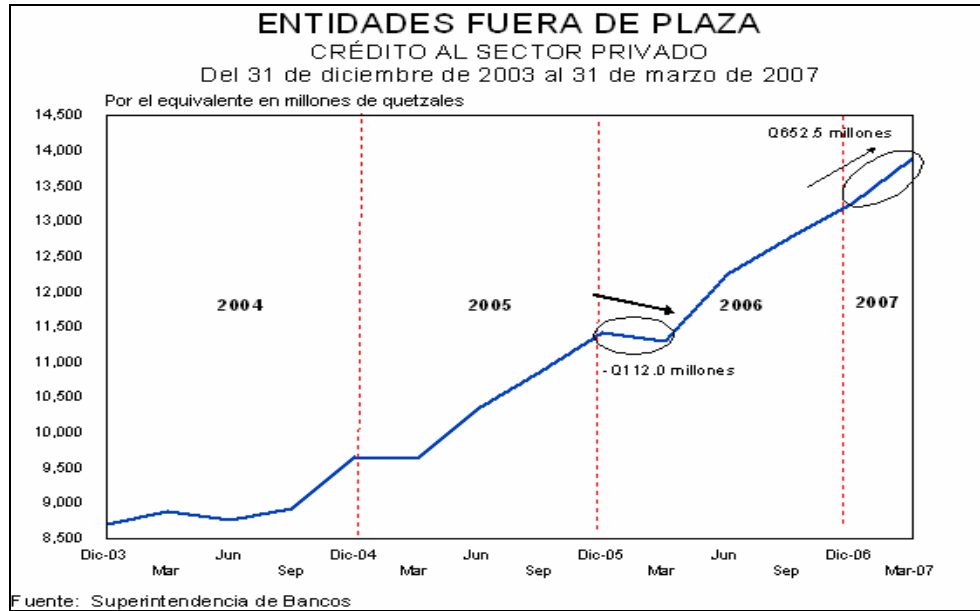
²¹ Mediante resolución JM-122-2006, del 19 de octubre de 2006, la Junta Monetaria resolvió suspender las operaciones de Bancafe International Bank, Ltd.

A finales de 2006, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban un 20.1% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 31 de marzo de 2007, dicha proporción representó 19.5%, lo que mantiene la tendencia decreciente observada desde 2004, como se ilustra en la gráfica siguiente.

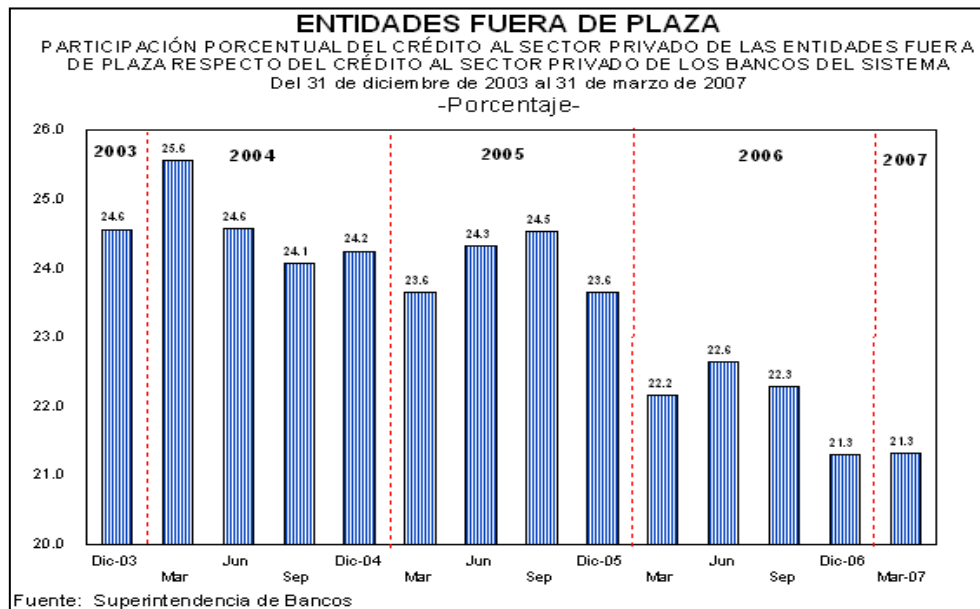


b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado, al 31 de marzo de 2007, muestra un saldo por el equivalente de Q13,902.2 millones, monto superior en Q2,599.8 millones (23.0%) al registrado al 31 de marzo de 2006 y mayor en Q652.5 millones (4.9%) al registrado el 31 de diciembre de 2006.



A finales de 2006 el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 21.3% del total otorgado por el sistema bancario nacional, porcentaje igual al observado el 31 de marzo de 2007, como se ilustra en la gráfica siguiente.

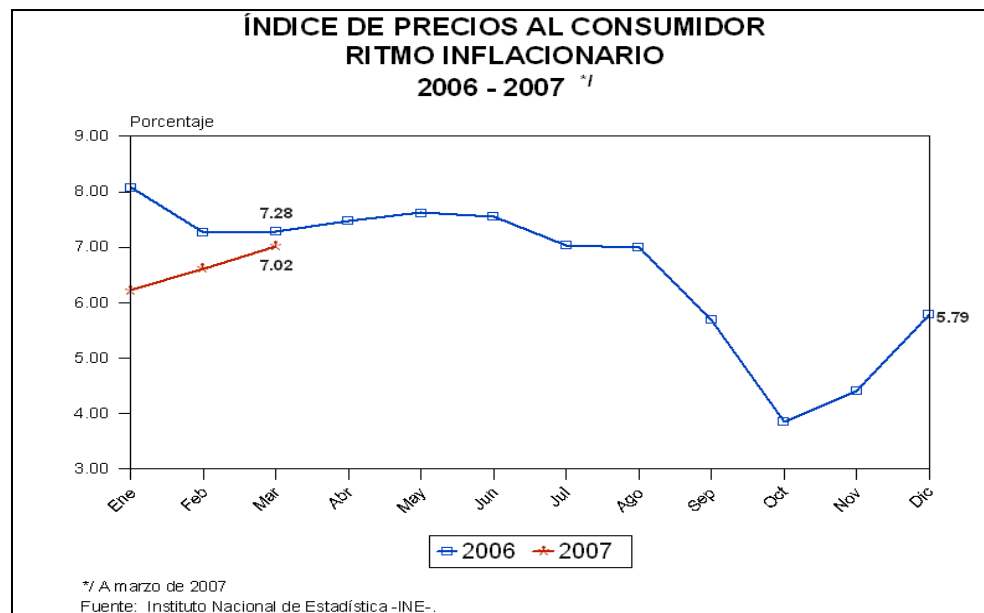


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

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 31 de marzo de 2007, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 7.02%, por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 de 5.0% (+/- 1 punto porcentual). El referido porcentaje resulta inferior en 0.26 puntos porcentuales al observado en marzo de 2006 (7.28%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a marzo de 2007 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 9.57%, que explica el 59.02% de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Pan y cereales* (13.73%); *Hortalizas legumbres y tubérculos* (21.53%); *Comidas preparadas fuera del hogar* (4.72%); y, *Carnes* (6.47%). En conjunto explican el 84.68% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que



registraron las mayores alzas a nivel interanual fueron: el *pan* (12.99%); las *tortillas* (14.61%); el *tomate* (62.31%); las *otras verduras y hortalizas* (48.35%); y, el *maíz* (29.49%). En conjunto representan el 33.15% del total de la inflación a marzo de 2007.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%) registró a marzo una variación interanual de 7.77% y explica el 10.80% del ritmo inflacionario; en dicho comportamiento incidieron, principalmente, los precios medios del *transporte aéreo* (35.27%); de los *automóviles* (18.87%); de las *reparaciones y mantenimiento de vehículos personales* (6.33%); y, de las *gasolinas* (2.72%).

La división de gasto **Recreación y cultura** (ponderación 6.83%) registró una variación interanual de 9.46% y explica el 8.75% del total del ritmo inflacionario; destacando las alzas en el precio medio de los *viajes de paseo y/o recreación fuera del país* (48.85%); de los *viajes de paseo y/o recreación dentro del país* (22.15%); y, de los *gastos por ingresos a diferentes lugares culturales, sociales y de esparcimiento* (11.06%).

El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas explica el 78.57% del ritmo inflacionario observado a marzo de 2007, como lo ilustra el cuadro siguiente.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Marzo 2007

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Marzo 2006	Marzo 2007	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO 2/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 3/
ÍNDICE GENERAL	100.00	147.35	157.70	7.02	7.02	100.00
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	164.62	180.38	9.57	4.14	59.02
2. Vestuario y calzado	7.94	126.68	130.25	2.82	0.19	2.74
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	135.87	141.54	4.17	0.38	5.48
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	136.12	142.68	4.82	0.35	5.05
5. Salud	5.48	141.03	146.06	3.57	0.19	2.67
6. Transporte y comunicaciones	10.92	131.58	141.81	7.77	0.76	10.80
7. Recreación y cultura	6.83	140.13	153.39	9.46	0.61	8.75
8. Educación	5.60	149.36	154.23	3.26	0.19	2.64
9. Bienes y servicios diversos	6.53	138.77	143.31	3.27	0.20	2.86

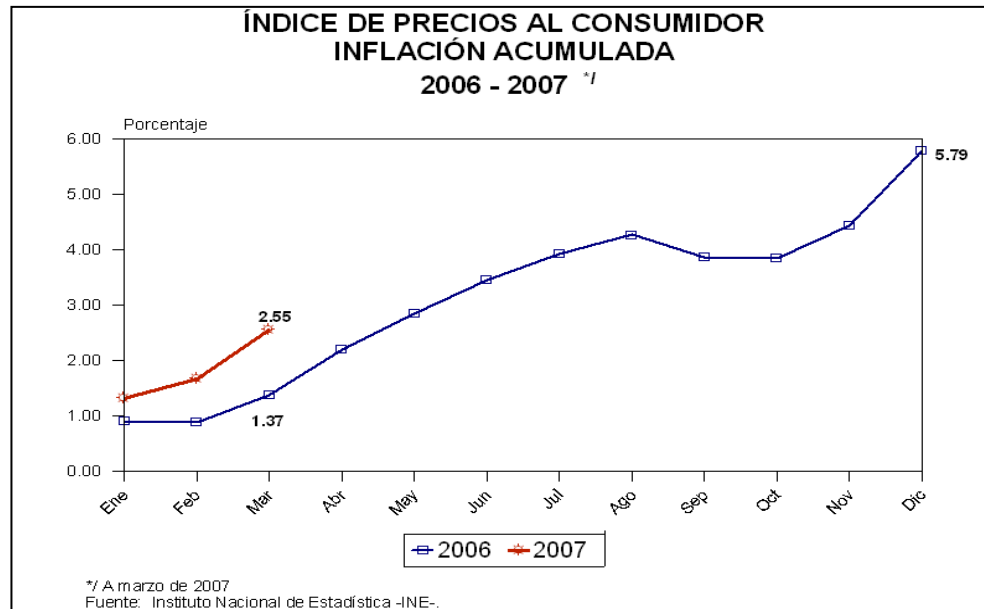
Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

2/ Incidencia en la variación.

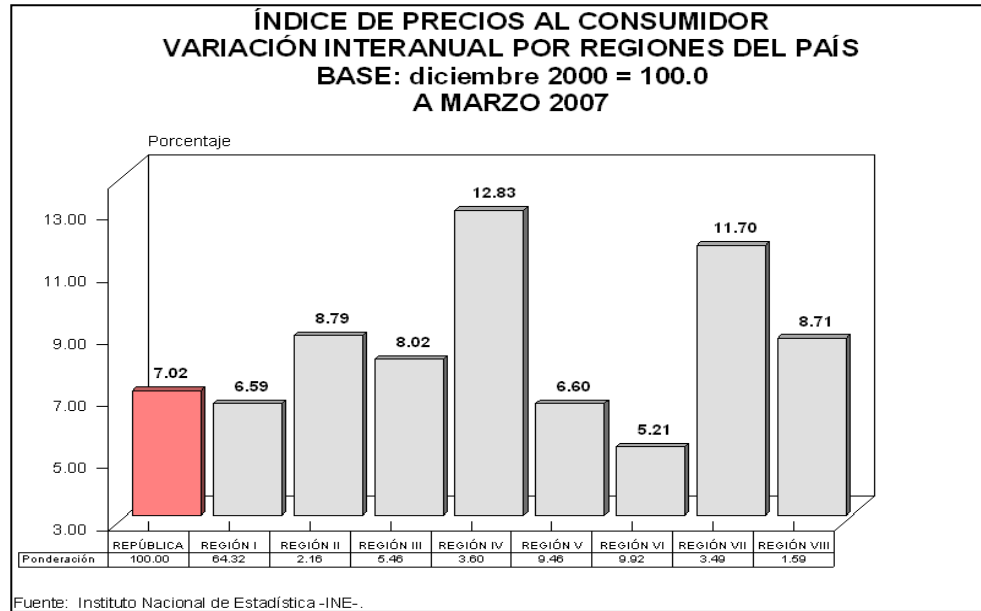
3/ Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

En lo que respecta a la inflación acumulada a marzo del presente año, a nivel república, se situó en 2.55%, superior en 1.18 puntos porcentuales a la registrada el mismo mes del año anterior (1.37%).



A nivel de regiones²², la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 12.83%; la Región VII (Noroccidente) registró una variación interanual de 11.70%; y, la Región II (Norte) registró una variación de 8.79%. Por su parte, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 6.59%, inferior en 0.43 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (7.02%).

²² 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.



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 de *las tortillas* (48.04%); del *pan* (44.58%); de *otras verduras y hortalizas* (38.02%); y, del *tomate* (66.67%). Cabe indicar que los incrementos mencionados representaron en conjunto, más del 65% de la variación interanual de dicha región.

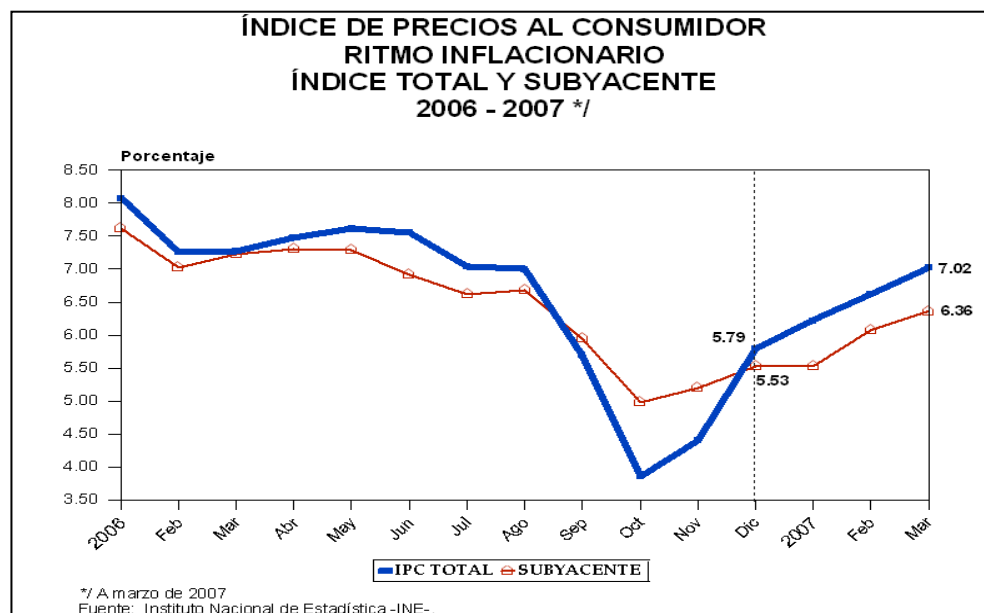
En la Región VII (Noroccidente), con una ponderación de 3.49% dentro del total de regiones, la variación interanual registrada se explica, básicamente, por el incremento en el precio medio del *pan* (53.34%); del *tomate* (93.93%); del *maíz* (60.83%); y, de los *productos de tortillería* (17.41%), divisiones que en conjunto, representaron alrededor del 60% de la variación de la mencionada región.

El incremento observado en la Región II (Norte), con una ponderación de 2.16% obedece, principalmente, al alza registrada en el precio medio de las *tortillas* (31.89%); del *tomate* (85.56%); y, de *otras frutas frescas* (44.70%), gastos básicos que en conjunto, representaron el 38% de la variación de dicha región.

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. 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 marzo de 2007 una variación interanual de 6.36% (7.23% a marzo de 2006), inferior en 0.66 puntos porcentuales respecto a la inflación total (7.02%).

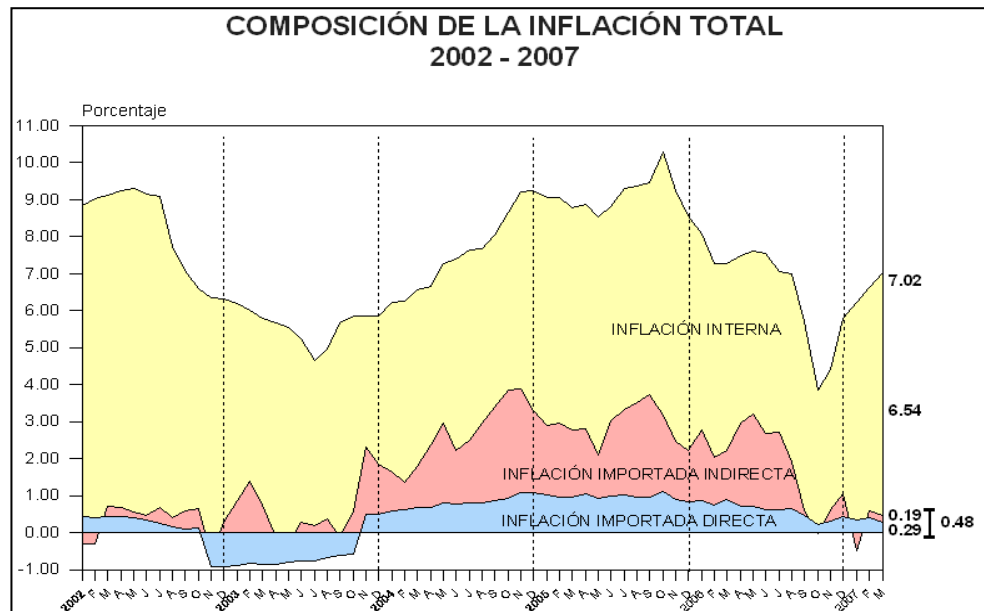


En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante la evolución de los precios del *pan, las tortillas y el transporte aéreo*, los que en conjunto explican el 28.80% de la inflación subyacente a marzo de 2007.

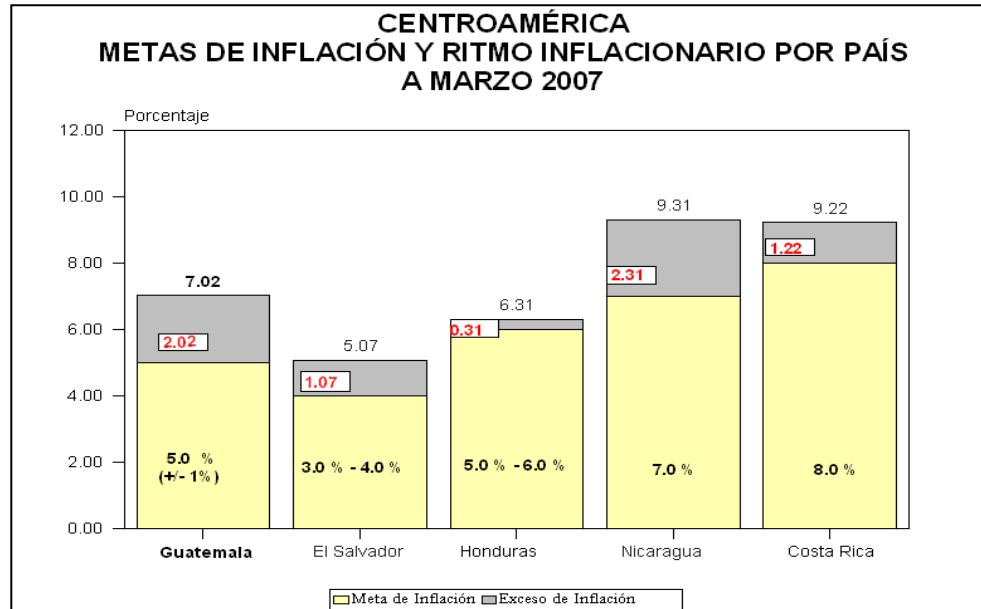
3. Inflación importada

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 petróleo.

A marzo de 2007, la inflación importada explica 0.48 puntos porcentuales del ritmo inflacionario (7.02%), de los cuales 0.29 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 0.19 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente:



Cabe indicar que la inflación importada fue determinante para que la inflación total, a marzo de 2007, se situara por arriba de la meta de inflación, tanto en Guatemala como en el resto de países de Centroamérica, situación que se ilustra en la gráfica siguiente.



4. Proyección econométrica de inflación para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a marzo de 2007, y en ausencia de una política monetaria más activa y de intensificarse la presencia de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 6.78%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2007 (5% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario de 5.41%, dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

En ese sentido, es importante destacar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando los esfuerzos en materia de política monetaria, debidamente apoyados por la política fiscal para el cumplimiento de la meta de inflación.

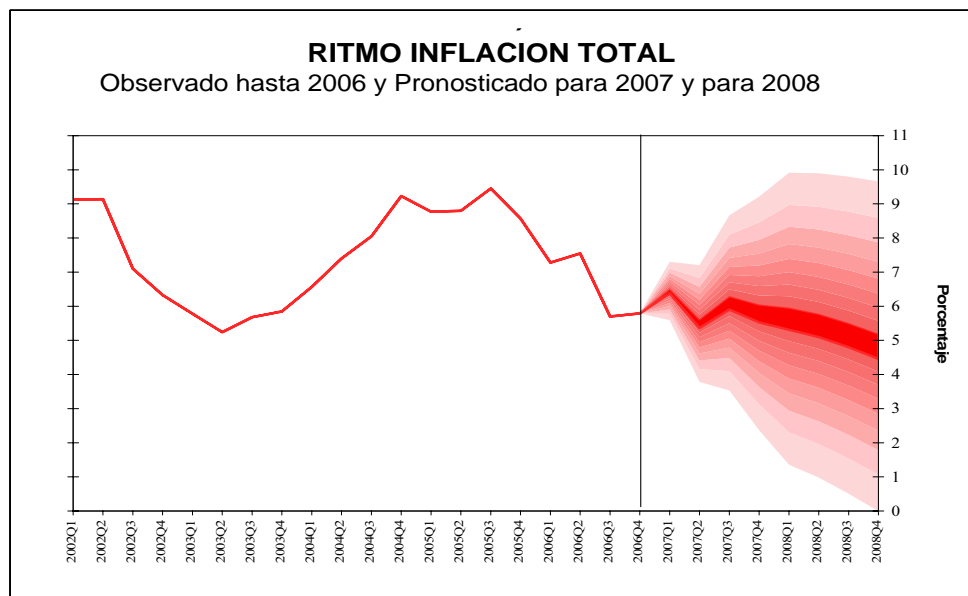
5. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural

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 corrimiento correspondiente al primer trimestre de 2007 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

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2007-2008, generado por el primer corrimiento del MMS en 2007. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2007 es de 5.79%; mientras que para el cuarto trimestre de 2008 es de 4.83%.



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, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2007 y 2008 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado anteriormente.

b) Balance de riesgos

El cuadro siguiente muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; es decir, 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.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2007				Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2008		
Meta		5%		Meta		4.5%
Margen de Tolerancia		± 1%		Margen de Tolerancia		± 1%
	Pronóstico en			Pronóstico en		
	2006Q4	2007Q1	Diferencia		2007Q1	
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)			
Pronóstico Modal	4.83%	5.79%	0.96%	Pronóstico Modal	4.83%	
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50%	50%	0.00%	P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50%	
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:				Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:		
	Pronóstico en			Pronóstico en		
	2006Q4	2007Q1	Diferencia		2007Q1	
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)			
P($\pi \in [4\%, 6\%]$)	35.26%	34.54%	-0.72%	P($\pi \in [3.5\%, 5.5\%]$)	33.06%	
P($\pi \geq 6\%$)	29.62%	46.02%	16.40%	P($\pi \geq 5.5\%$)	54.09%	
P($\pi < 4\%$)	35.17%	19.44%	-15.73%	P($\pi < 3.5\%$)	12.85%	

Como se observa en el cuadrante del lado izquierdo, la meta de inflación para 2007 es de 5.0% +/- 1 punto porcentual. De acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2006, existía un 35.26% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la mencionada meta de inflación, mientras que un 29.62% de probabilidad de que la inflación se situara por encima de la meta y un 35.17% de probabilidad de que la



inflación interanual se ubicara por debajo de la referida meta de política monetaria. Por otra parte, según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2007, existe un 34.54% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2007, un 46.02% de probabilidad de que la inflación se ubique por arriba de la meta y un 19.44% de probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

Por su parte, el cuadrante del lado derecho muestra el balance de riesgos del pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2008, generado en el primer corrimiento del MMS en 2007. Como se observa en dicho cuadrante, la meta de inflación para 2008 es de 4.5% +/- 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2007, existe un 33.06% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de inflación, un 54.09% de probabilidad de que la inflación se encuentre por encima de la meta y un 12.85% de probabilidad de que la inflación interanual se ubique por debajo de la referida meta.

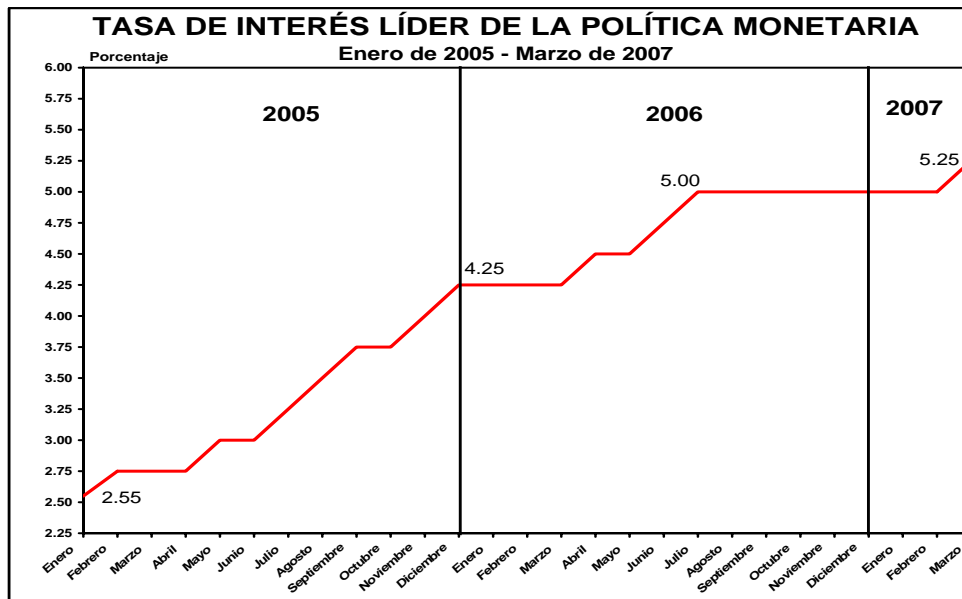
B. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-

a) En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a marzo de 2007, en las operaciones de estabilización monetaria -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 -CDP- al plazo de 7 días (tasa de interés líder de la política monetaria) se incrementó el 29 de marzo de 5.00% a 5.25%, luego de que la Junta Monetaria conociera el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y los pronósticos de inflación presentados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, tanto para 2007 como para 2008, los cuales se ubicaban por arriba de la meta establecida para cada uno de esos años. A continuación se presenta una gráfica que ilustra el

comportamiento de la tasa de interés líder de la política monetaria en los últimos años.



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

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo convenido en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó que, a partir de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación los lunes a plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, con cupos preestablecidos; mientras que los martes y jueves a plazos de 1092 días (3 años), de 1820 días (5 años) y de 2548 días (7 años) sin cupos preestablecidos. Asimismo, el Comité de Ejecución determinó que las convocatorias de los lunes se



realizaran de forma alterna a los plazos de 91 días y de 182 días; es decir, 91 días y 364 días una semana y 182 días y 364 días la semana siguiente.

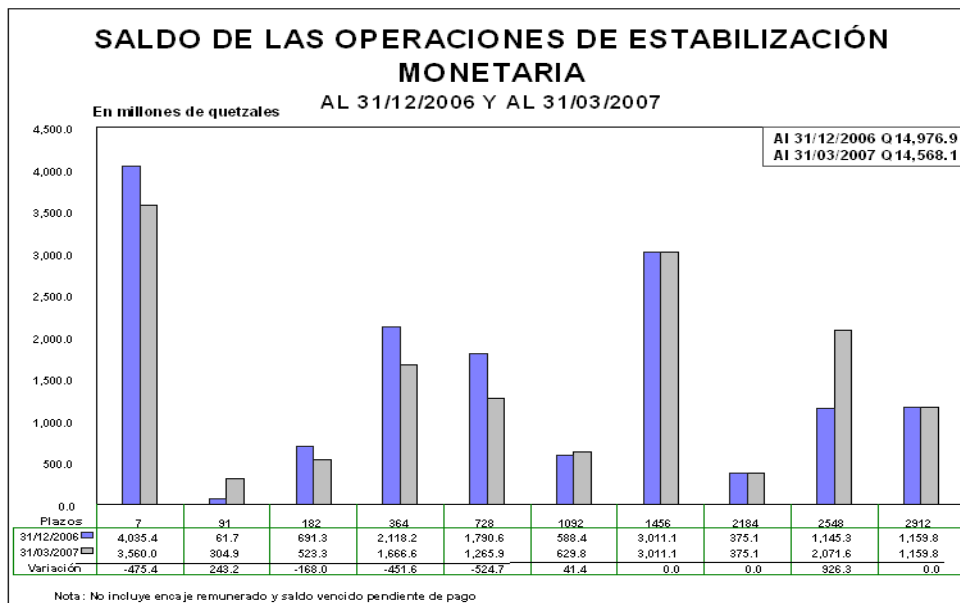
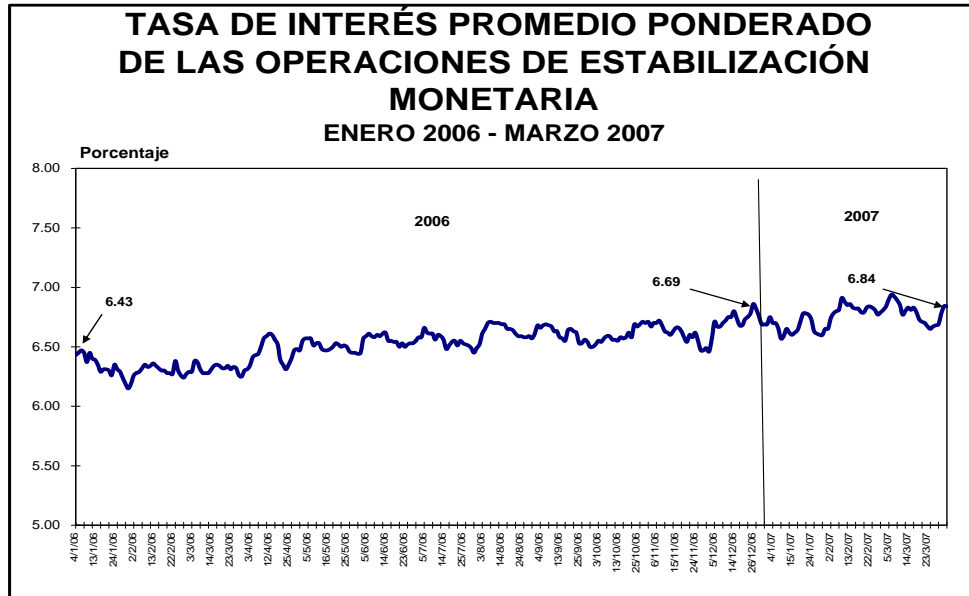
En la tabla siguiente se presentan las tasas de interés promedio ponderado mensual para los plazos convocados.

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

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO
91	-	5.25	5.25
182	5.50	-	5.50
364	6.20	6.20	6.20
1092 ^{a/}	6.80	-	-
2548 ^{a/}	8.00	-	-

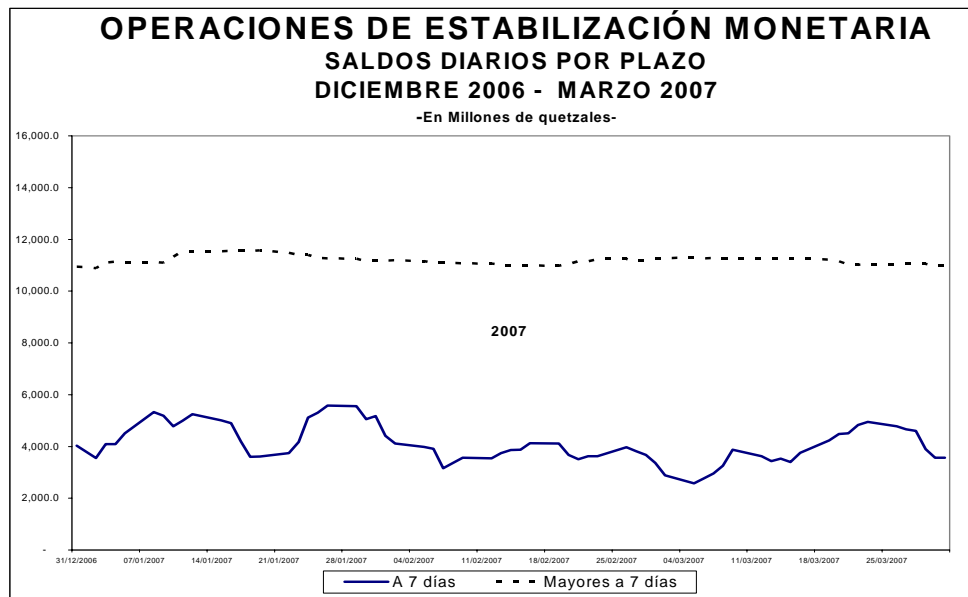
a/ Para estos plazos se dejó de licitar a partir del 2 de febrero de 2007

La tasa de interés promedio ponderado del saldo de las OEMs durante el período del 31 de diciembre de 2006 al 31 de marzo de 2007 se incrementó levemente, al pasar de 6.69% a 6.84%, como consecuencia de la colocación de OEMs a plazos de 1092 y 2548 días. En las gráficas siguientes se muestra, por una parte, el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderado de enero de 2006 a marzo de 2007 y, por la otra, se comparan los saldos de las OEMs entre el 31 de diciembre de 2006 y el 31 de marzo de 2007.



Al analizar el saldo de las OEMs por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y a plazos mayores. Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período analizado, dichas operaciones se han concentrado principalmente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un mínimo de Q10,891.1 millones el 2 de enero de 2007 y un máximo de Q11,576.2 millones el 19 de enero de 2007.

Por su parte, las operaciones a 7 días registraron un máximo de Q5,577.9 millones el 26 de enero de 2007 y un mínimo de Q2,574.0 millones el 5 de marzo de 2007. El saldo total de las OEMs registrado al 31 de marzo de 2007 ascendió a Q14,568.1 millones, del cual Q3,560.0 millones (24.4%) corresponde al plazo de 7 días.



Por otra parte, en el marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria, contenido en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, se estableció que el Banco de Guatemala podrá participar en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- o en las bolsas de valores, inyectando o retirando liquidez.

En este contexto, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 7.65%, recibiendo como garantía de dichas operaciones únicamente títulos públicos.

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



días a las tasas de interés de 6.50%, de 6.60% y de 6.75%, respectivamente. La garantía de dichas operaciones se constituiría recibiendo únicamente títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

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

De enero a marzo de 2007 se realizaron operaciones de inyección de liquidez por Q9.3 millones al plazo de 14 días y por Q194.5 millones al plazo de 28 días. El saldo de las mismas al 31 de marzo era de Q47.1 millones.

b) En moneda extranjera

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

Por otra parte, el Comité de Ejecución acordó que se continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días y que para la tasa de interés a aplicar se tomara como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares. Cabe mencionar que en el período indicado se realizaron captaciones de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América de entidades públicas por un monto de US\$20.7 millones al plazo de 182 días y a la tasa de interés de 4.56%.



2. Limitaciones de los cupos de captación y del mecanismo de transmisión de la política monetaria

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006, en la que determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 dispuso que para mejorar la efectividad de las operaciones de estabilización monetaria, en el sentido de que los movimientos de la tasa de interés líder se reflejen en los demás plazos de captación, evaluará los criterios que permitan mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés líder, incluyendo el relativo a la determinación de los cupos de captación, así como a la forma de estimación de la tasa de interés de referencia para realizar las adjudicaciones correspondientes.

El propósito de los referidos criterios, 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 y de un mecanismo de transmisión monetaria eficiente que no sólo fortalezca el desarrollo 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 pueda enviar 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 oportuna de decisiones.

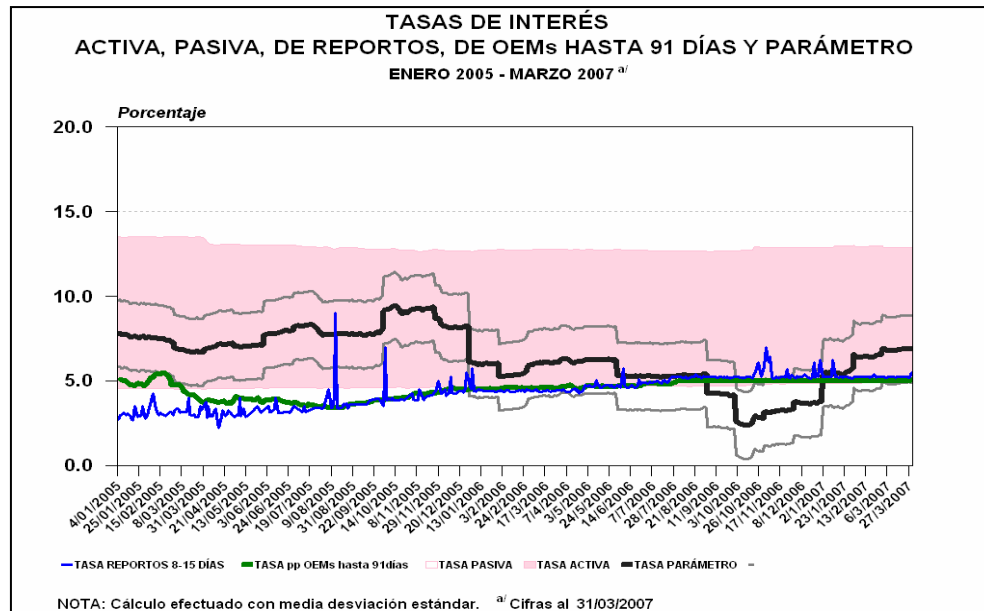
En ese contexto, se estima que las medidas adoptadas en el primer trimestre de 2007, relativas a mantener la reducción de la frecuencia de licitaciones, contribuirán, conjuntamente con las mejoras previstas a los procedimientos operativos relacionados con la expedición de certificados de depósitos a plazo por fecha de vencimiento y con la transferencia de titularidad de los depósitos a plazo en custodia en el Banco Central (como se explica más adelante), a estimular el mercado secundario de los depósitos a plazo del Banco de Guatemala y a mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

3. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”²³, 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 el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 establece que la tasa de interés parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

Al 31 de marzo de 2007, la tasa de interés parámetro se situó en 6.89% y sus límites superior e inferior, calculados con media desviación estándar, se situaron en 8.87% y 4.92%, respectivamente. Cabe indicar que tanto la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días como la tasa de interés para las operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días, se mantuvieron dentro de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro. En efecto, al 31 de marzo dichas tasas se ubicaron en 5.48% y 5.12%, respectivamente, indicando que la política monetaria a la referida fecha debía mantenerse invariable.

²³ 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”. En forma algebraica la tasa parámetro se define de la siguiente manera: $i_p = [\pi + (i_p - \pi^e)] + \{1/2[(\pi - \pi^e)] + 1/4[VTC - (\pi^e - \pi^e)] + [1/4(IMAE - Y^e)]\}$; en donde π = ritmo inflacionario; i_p = tasa de interés pasiva promedio ponderado; π^e = inflación esperada según meta de política; VTC = depreciación interanual del tipo de cambio; π^e = inflación internacional esperada; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; y , Y^e = crecimiento esperado del PIB.



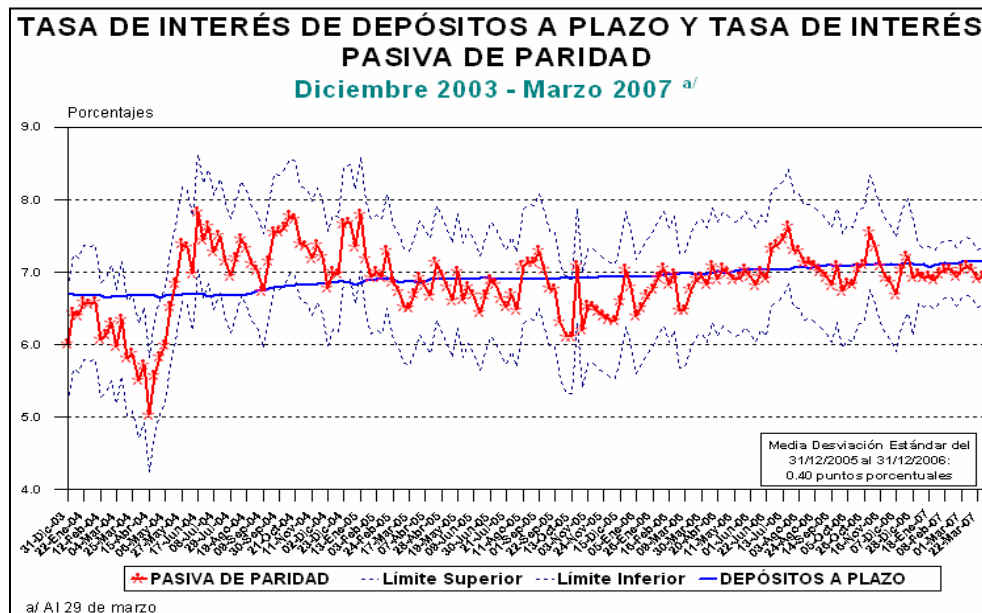
4. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna

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 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 interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para los depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) observado en el Mercado Institucional de Divisas y el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) de las posturas en el mercado de futuros de Guatemala. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero a marzo de 2007, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), fue superior a la tasa pasiva de paridad. Al 29 de marzo, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.15%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 6.94%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación aconsejaría a los agentes económicos que a marzo de 2007 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

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 paridad²⁴, en el primer trimestre de 2007 ésta se ubicó dentro de dicho margen, por lo que la orientación de la misma indicaba que la política monetaria se mantuviera invariable.

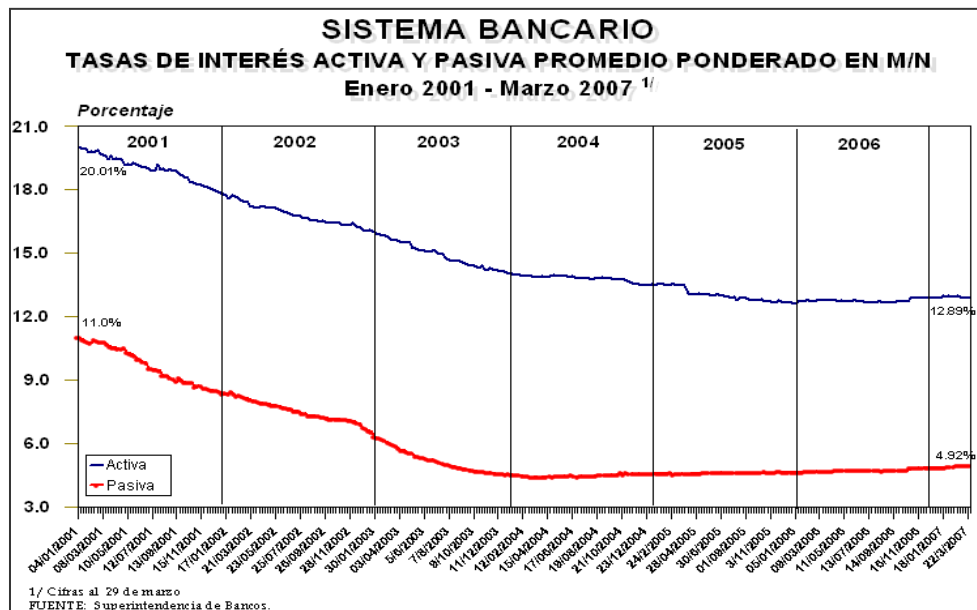


²⁴ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar. Con información semanal comprendida entre el 31 de diciembre de 2005 y el 31 de diciembre de 2006, se estableció que media desviación estándar equivale a 0.40 puntos porcentuales.

5. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario²⁵

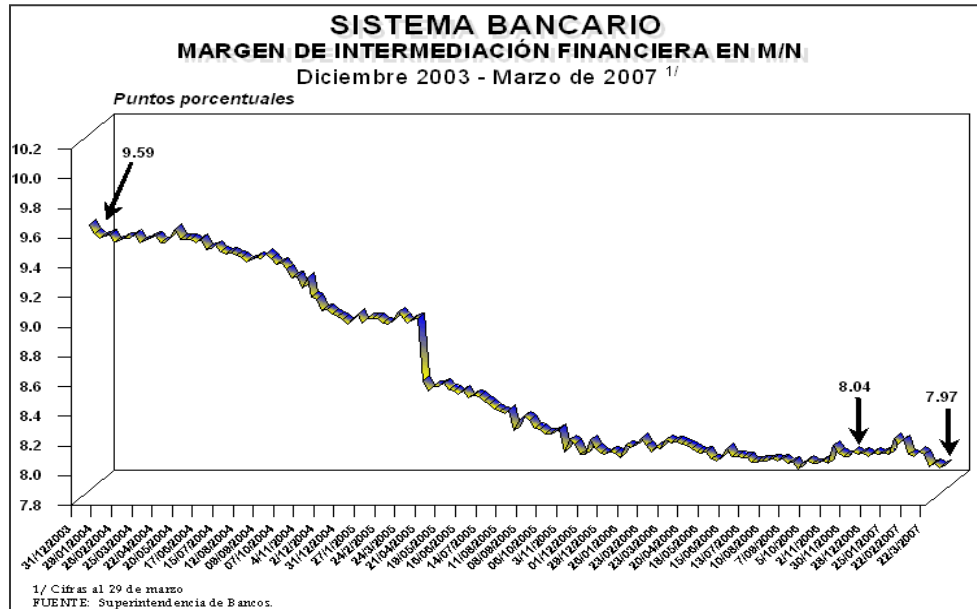
a) En moneda nacional

De enero a marzo de 2007, 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 ponderado, al 29 de marzo se situó en 12.89%, superior en 0.01 puntos porcentuales con respecto a la observada a finales de diciembre de 2006 (12.88%); mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.92%, superior en 0.08 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2006 (4.84%).



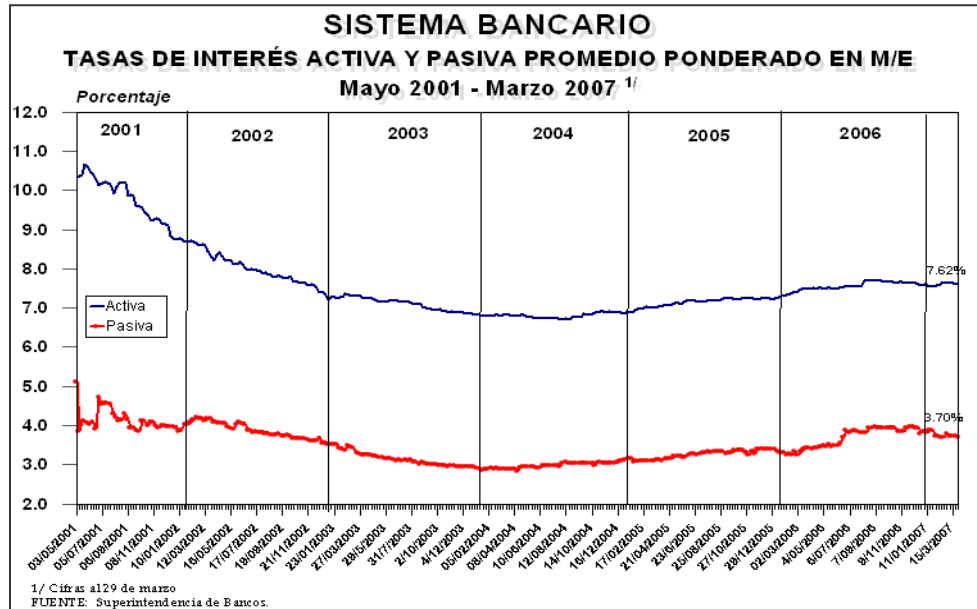
Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado al 29 de marzo de 2007, el margen de intermediación financiera se situó en 7.97 puntos porcentuales, inferior en 0.07 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2006 (8.04 puntos porcentuales).

²⁵ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación 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. Por su parte, en el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación el dato correspondiente a los depósitos a la vista.

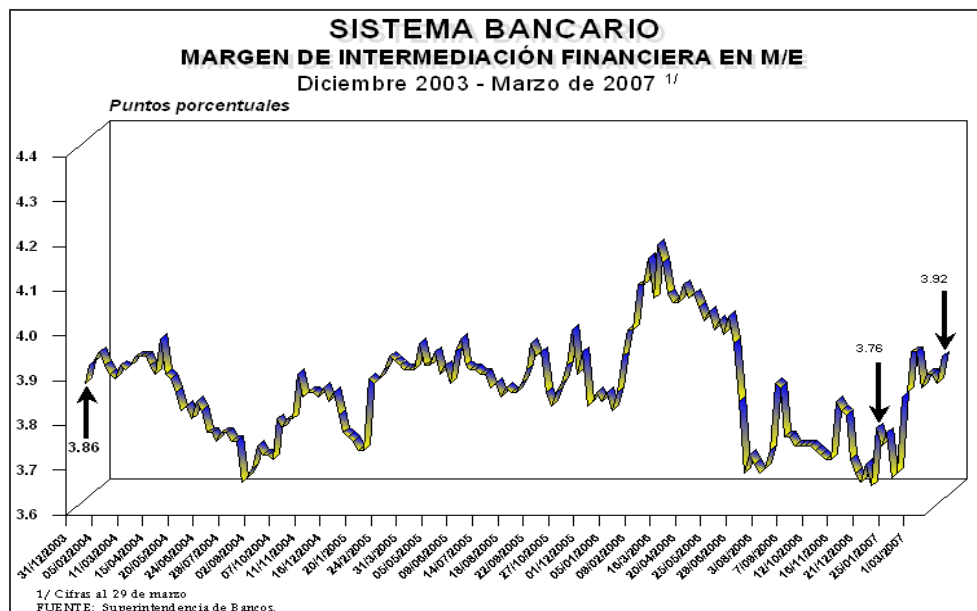


b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, durante el período enero-marzo de 2007 han mostrado un comportamiento estable. En el caso de la tasa de interés activa, ésta ha registrado una leve tendencia al alza, mientras que la tasa de interés pasiva, ha exhibido una leve tendencia a la baja. En efecto, la tasa de interés activa, el 29 de marzo se situó en 7.62%, superior en 0.05 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2006 (7.57%); en contraste, la tasa de interés pasiva mostró una reducción, al pasar de 3.81% en diciembre de 2006 a 3.70% en marzo de 2007.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.16 puntos porcentuales, al pasar de 3.76 puntos porcentuales en diciembre de 2006 a 3.92 puntos porcentuales el 29 de marzo de 2007.





C. ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central, en el que se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 11.2% respecto de la estimación de cierre para finales de 2006.

A continuación se presenta el programa monetario al primer trimestre de 2007.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2007
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2006 AL 31 DE MARZO DE 2007
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	102	1507	1405
US\$	13	188	176
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-236	-1642	-1405
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1319	-1838	-519
1.1. Gobierno Central	-755	-1249	-494
1.2. Resto sector público	-564	-589	-25
2. Posición con bancos y financieras	-302	1740	2042
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-302	1740	2042
3. Otros activos netos	248	400	151
3.1. Gastos y productos	126	5	-122
3.2. Activos netos no clasificados	122	395	273
4. Operaciones de estabilización monetaria	0	394	394
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	1136	-2338	-3474
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-134	-134	0
Nota: OEMs totales	572	-160	-732

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



1. Análisis del programa monetario al primer trimestre de 2007

a) Monetización externa

En el programa monetario se estimó que al finalizar el primer trimestre de 2007 el nivel de Reservas Monetarias Internacionales Netas aumentaría en alrededor de Q102.0 millones (US\$13.0 millones); sin embargo, al 31 de marzo dichas reservas exhibieron un aumento de Q1,507.0 millones (US\$188.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q1,405.0 millones (US\$176.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por los desembolsos recibidos el 6 y el 15 de marzo del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por un monto total de US\$200.0 millones, destinados a financiar el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión, recursos que se tenían inicialmente programados que ingresarán en el segundo trimestre de 2007.

b) Activos internos netos

i) Posición con el sector público

Del 31 de diciembre de 2006 al 31 de marzo del presente año, el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q1,249.0 millones, monto superior en Q494.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario para dicho período, lo que se explica por el financiamiento externo recibido del BCIE.

Por su parte, la posición del resto del sector público mostró una desmonetización por Q589.0 millones, superior en alrededor de Q25.0 millones respecto de lo programado para el 31 de marzo. Este resultado se explica porque las inversiones en CDPs en el Banco de Guatemala por parte de las entidades públicas se ubicaron Q85.0 millones por arriba de lo programado. Dicho incremento se compensó parcialmente por el comportamiento de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala, los cuales se ubicaron Q60.0 millones por debajo de lo programado.



ii) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, al 31 de marzo los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante por Q302.0 millones, derivado del aumento previsto en el nivel de encaje bancario en el Banco de Guatemala. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario al finalizar el primer trimestre fue monetizante en Q1,740.0 millones, lo que representó una desviación de Q2,042.0 millones respecto de lo programado. Dicha desviación se asocia, principalmente, a la reducción de los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala respecto de lo programado por Q1,050.0 millones y al aumento de la caja de bancos con relación a lo previsto por Q993.0 millones, ambas variaciones se deben, fundamentalmente, a las modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario, las cuales fueron introducidas para dotar a los bancos del sistema de mayor flexibilidad en el manejo de su liquidez.

iii) Resultado de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el primer trimestre fue monetizante en Q5.0 millones, monto inferior en Q122.0 millones respecto de lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a que al 31 de marzo de 2007 se habían pagado menores intereses respecto de lo programado por concepto de OEMs. Dicha situación se asocia al hecho de que entre noviembre de 2006 y enero de 2007, se realizaron OEMs a plazos mayores de un año, cuyos intereses se pagan semestralmente.

iv) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que al finalizar el primer trimestre de 2007 se tendrían que reducir OEMs por Q572.0 millones para compensar el faltante previsto de liquidez primaria en la economía. Al 31 de marzo, el saldo total de las OEMs registró un aumento de Q160.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que generó una desviación en dicha variable por Q732.0 millones.



2. Revisión del programa monetario para 2007

La revisión del programa monetario a marzo de 2007 se hace necesaria a la luz de la información observada al primer trimestre del año; de la reestimación de la posición de los bancos del sistema con el Banco de Guatemala, derivada de los ajustes que se observaron en la liquidez bancaria; del cambio en las proyecciones fiscales para 2007 proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, basadas en la aprobación por parte del Congreso de la República de las Disposiciones Complementarias que Regulan la Ejecución del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2007; y, de la utilización de los datos del PIB con base en la nueva metodología del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN 93- y del cambio de año base (2001).

En cuanto a las cifras fiscales cabe indicar que el déficit fiscal estimado en el programa monetario original era de Q2,762.8 millones (como resultado de que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de presupuesto para 2007), en tanto que la nueva estimación, según el Ministerio de Finanzas Públicas asciende a Q5,919.0 millones²⁶ (estimado con base en las Disposiciones Complementarias que Regulan la Ejecución del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2007). Por su parte, los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se estima que moneticen Q774.0 millones, cifra menor a la monetización prevista en el programa original (Q1,903.0 millones), por lo que aún cuando el déficit fiscal es superior al original, la presión sobre la política monetaria generada por el gobierno central sería menor en Q1,129.0 millones, dado que se prevé un mayor financiamiento externo.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta el programa monetario revisado a marzo, en el que se observa que al finalizar 2007 las RMIN aumentarían US\$200.0 millones (US\$100.0 millones en el programa monetario original), dado que se prevé el ingreso del desembolso del BIRF por US\$100.0 millones del Segundo Préstamo para Políticas

²⁶ Este nivel de déficit fiscal equivale a 2.3% del PIB (con la metodología del SCN93); no obstante, es importante señalar que dado el dinamismo que se ha observado en los ingresos tributarios en lo que ha transcurrido de 2007, el referido déficit podría ser menor.



de Desarrollo de Base Amplia, en tanto que los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala aumentarían en Q184.0 millones. Cabe indicar que lo anterior es compatible con una tasa de crecimiento de 5.2% del producto interno bruto, en términos reales, y con una meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual.

**PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2007
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES**

CONCEPTO	TRIMESTRES				TOTAL 2007
	I Observado	II	III	IV	
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	1507	-108	791	-590	1600
US\$	188	-13	99	-74	200
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-1642	365	-847	2308	184
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1838	890	2127	-686	494
1.1. Gobierno Central	-1249	757	2235	-970	774
1.2. Resto sector público	-589	133	-108	284	-280
2. Posición con bancos y financieras	1740	-22	-831	-1225	-337
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	0	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1740	-22	-831	-1225	-337
3. Otros activos netos	400	-62	-130	127	334
3.1. Gastos y productos	5	25	-9	7	28
3.2. Activos netos no clasificados	395	-87	-121	120	306
4. Operaciones de estabilización monetaria	394	25	0	0	419
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-2338	-466	-2013	4091	-726
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-134	257	-56	1717	1785

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el segundo trimestre del año las RMIN disminuirían en US\$13.0 millones (Q108.0 millones), derivado principalmente de pagos asociados al servicio de la deuda pública externa. Por su parte, los AIN del Banco de Guatemala aumentarían en Q365.0 millones, debido a la disminución de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala por Q757.0 millones. En ese sentido, a efecto de compatibilizar la oferta de emisión monetaria con su demanda programada, en dicho trimestre, sería necesario neutralizar liquidez mediante operaciones de estabilización monetaria por Q441.0 millones.

Durante el tercer trimestre del año las RMIN aumentarían en US\$99.0 millones (Q791.0 millones), como consecuencia, principalmente, de los desembolsos por préstamos externos que el gobierno central tiene programado



recibir en dicho trimestre. Compatible con la monetización de origen externo, los AIN del Banco de Guatemala disminuirían en Q847.0 millones, debido, principalmente, a la mayor realización de OEMs por Q2,013.0 millones y al incremento de Q831.0 millones en el encaje remunerado y no remunerado. Dichos factores se contrarrestarían, parcialmente, por la disminución de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,235.0 millones.

En el cuarto trimestre, las RMIN disminuirían US\$74.0 millones (Q590.0 millones), debido a egresos previstos, principalmente, por concepto de servicio de la deuda pública externa. En cuanto a los AIN, éstos aumentarían en Q2,308.0 millones, como consecuencia de la reducción de OEMs por Q4,091.0 millones, dicha variación sería compensada, parcialmente, por el aumento de los depósitos del Gobierno Central por Q970.0 millones y del encaje remunerado y no remunerado por Q1,225.0 millones.

Consistente con la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria y con el comportamiento de las RMIN, y si se cumple lo previsto respecto de los factores monetizantes y desmonetizantes, al finalizar 2007 se espera que el saldo de OEMs con el sector privado aumente aproximadamente Q307.0 millones (comparado con un aumento de Q771.0 millones previsto en el programa monetario original).

D. LIQUIDEZ PRIMARIA

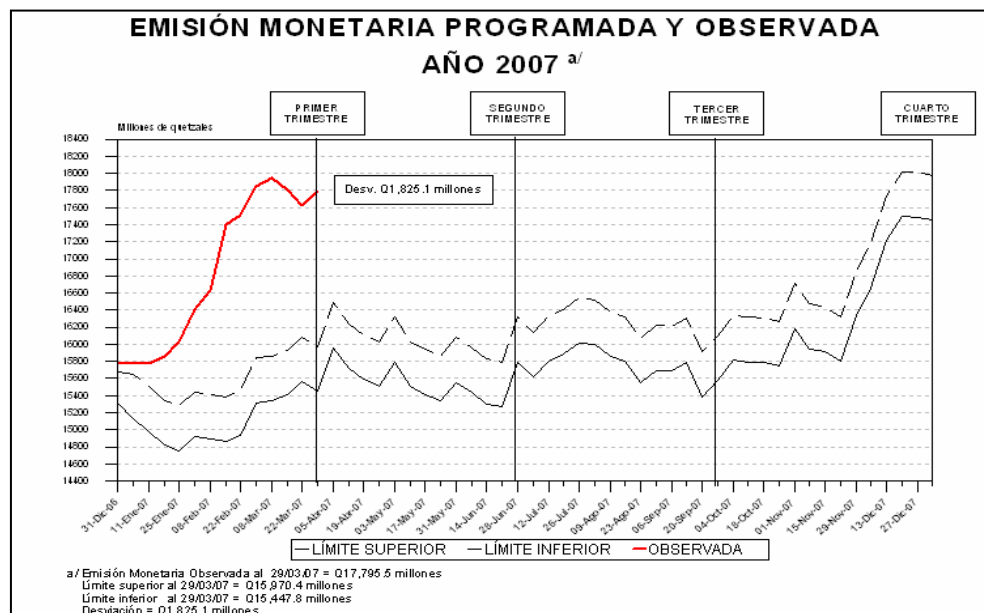
La Junta Monetaria, en resolución JM-168-2006 dispuso, entre otros aspectos, continuar utilizando la liquidez primaria como variable indicativa, la cual incluye la emisión monetaria y la base monetaria amplia (numerario en circulación, encaje bancario y operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo). En tal contexto, a continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 29 de marzo de 2007.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2007, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos

interanuales, en alrededor de 11.2%, congruente con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 5.1% y con la meta de inflación (5% +/- 1 punto porcentual).

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

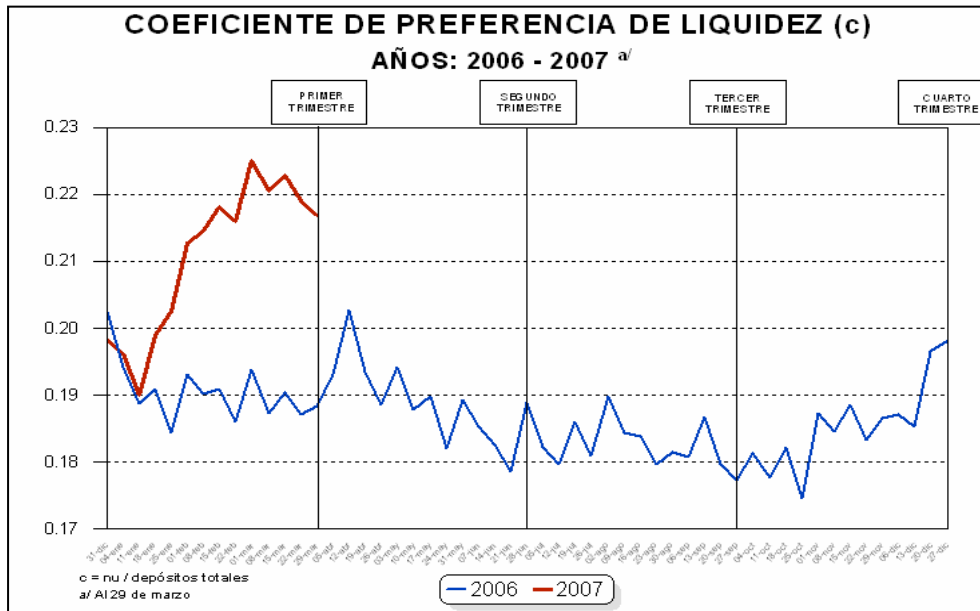


Durante los primeros días de enero los niveles de emisión monetaria se mantuvieron cercanos al límite superior del corredor programado, como consecuencia de que la oferta de dinero se mantuvo invariable, debido al desabastecimiento de numerario iniciado en diciembre de 2006; sin embargo, a partir de la primera quincena de enero, el saldo de la emisión monetaria comenzó a expandirse nuevamente, como resultado, principalmente de dos eventos: el primero se refiere al hecho de que con el ingreso de la primera remesa de billetes nuevos, se atendieron parcialmente los incrementos en la demanda de efectivo por parte del público que había quedado insatisfecha en 2006; y, el segundo a que se observó una demanda adicional de efectivo por razones de precaución por parte de los agentes económicos, debido a la suspensión de operaciones de un banco del sistema, determinada por la Junta Monetaria el 12 de enero de 2007.



Derivado de lo anterior, se infiere que el desvío de la emisión monetaria en el primer trimestre de 2007 se debe a una mayor demanda de efectivo por motivo precaución, inducida tanto por el desabastecimiento de numerario indicado, como por un cambio en las expectativas de los agentes económicos en relación a la evolución del sistema bancario nacional. En respuesta a tal situación, el Banco Central, luego de la recepción de efectivo, comenzó a atender gradualmente los requerimientos de numerario por parte de los bancos, de manera que el desabastecimiento de numerario quedó resuelto a partir de la tercera semana de febrero, cuando las existencias de efectivo en bóveda del Banco Central eran suficientes para satisfacer la totalidad de la demanda proveniente de las entidades bancarias. En ese contexto, a partir del 22 de febrero el comportamiento del desvío de la emisión monetaria empezó a normalizarse, aun cuando éste continuó por encima del límite superior del corredor programado, mostrando un comportamiento semejante a su estacionalidad y a la tendencia que históricamente se ha observado en dicha variable. Al 29 de marzo de 2007 el desvío de la emisión monetaria se ubicó en Q1,825.1 millones.

En el contexto descrito, cabe puntualizar que el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, luego de haber experimentado una tendencia al alza a partir de la tercera semana de enero de 2007 (congruente con el nivel de emisión monetaria), éste empezó a revertir la referida tendencia, lo que refleja que las expectativas de los agentes económicos, en términos de demanda de emisión monetaria empezaron a normalizarse, como se ilustra en la gráfica siguiente.

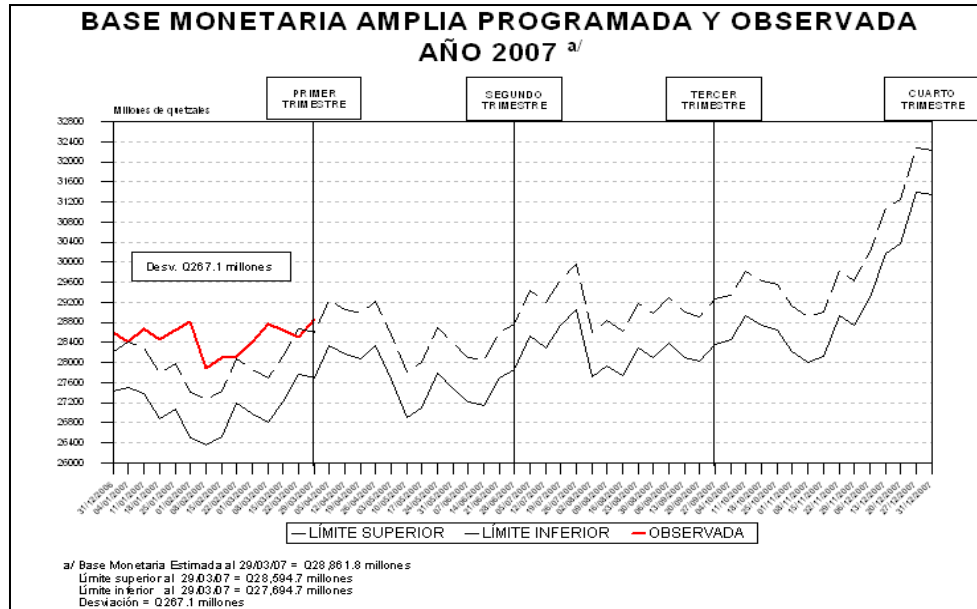


2. Base monetaria amplia

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

El seguimiento de la base monetaria amplia, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, puede realizarse mediante un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore 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 crecerá en alrededor del 11.2% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que representa un aumento de Q3,190.7 millones.



Durante el primer trimestre de 2007, el comportamiento de la base monetaria amplia se ubicó por arriba del límite superior del corredor programado, mostrando un desvío promedio de Q527.9 millones. Dicho comportamiento se deriva, principalmente, de la mayor demanda de numerario en circulación por parte de los agentes económicos.

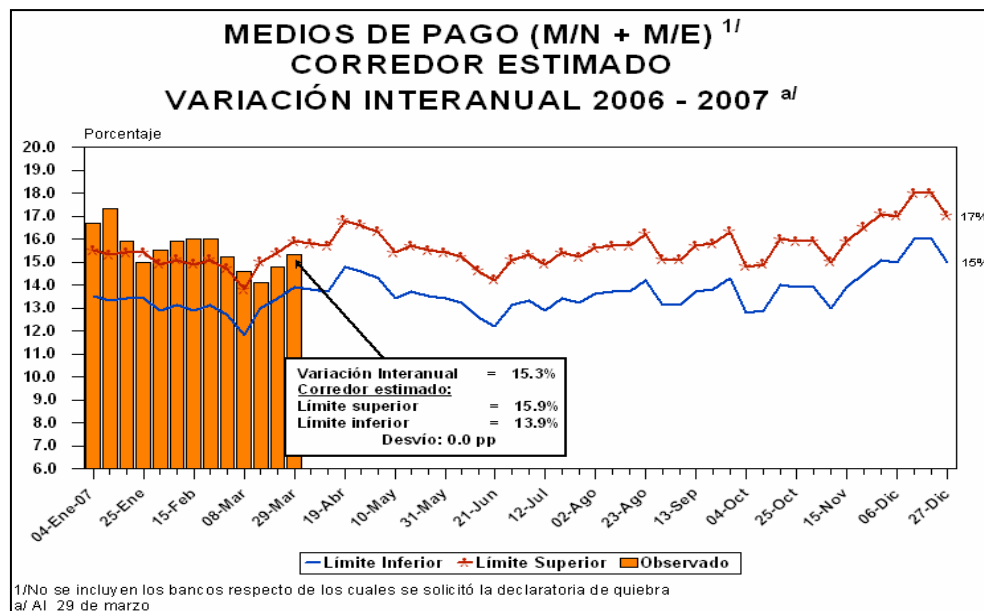
Por su parte, la orientación que brinda la liquidez primaria, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene a través de la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables²⁷. En ese sentido, al 29 marzo de 2007, la emisión monetaria, como se indicó, se situó Q1,825.1 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria amplia se ubicó Q267.1 millones por arriba del límite superior del corredor programado. En términos ponderados el desvío sería de Q1,046.1 millones, lo que aconsejaría una política monetaria restrictiva.

²⁷ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un valor por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.

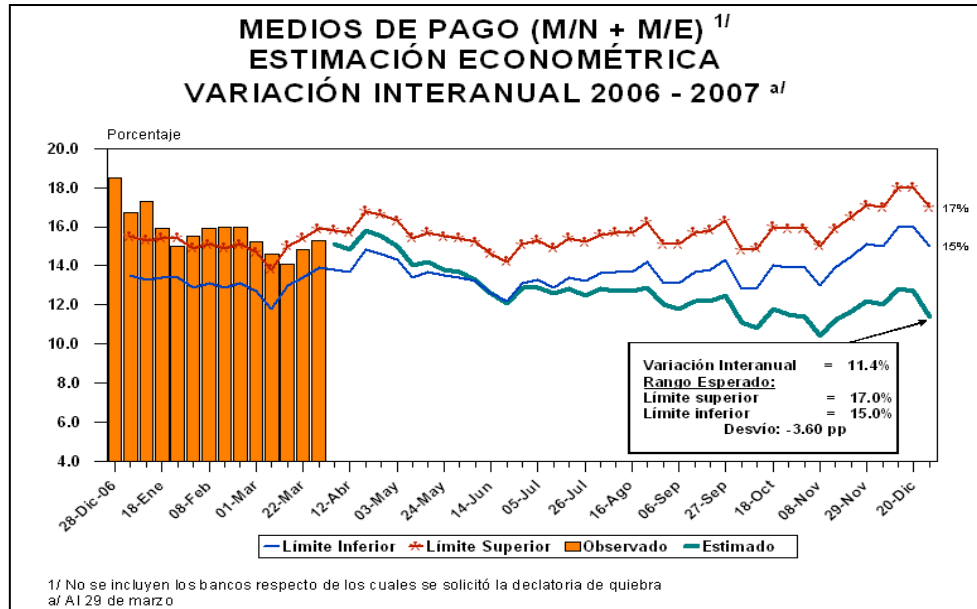
E. MEDIOS DE PAGO

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estimó que, en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago -M2- crecerían entre 15% y 17%, en términos interanuales. Al 29 de marzo de 2007, la variación interanual de los medios de pago fue de 15.3%, la cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para esa fecha (13.9% - 15.9%).

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 2007, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente.



Al 29 de marzo de 2007, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 11.4%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango estimado para diciembre de 2007 (15.0% - 17.0%).



La orientación que brindan los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar el desvío tanto del corredor estimado como el de la estimación econométrica²⁸. Al 29 de marzo de 2007, la orientación ponderada presentó un valor negativo de 1.80 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada²⁹.

F. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

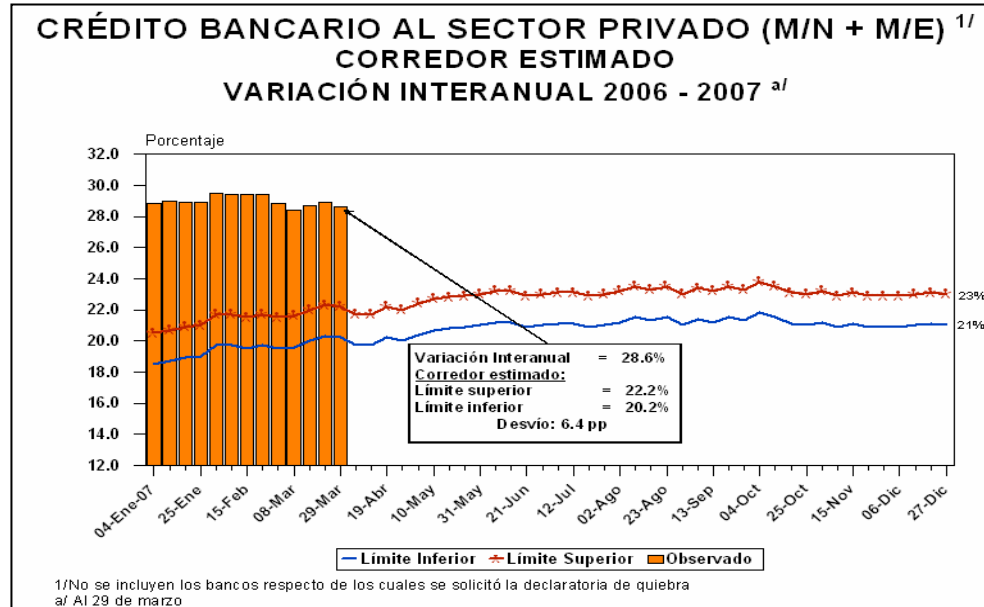
1. Tasa de crecimiento

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

²⁸ Para el seguimiento de los medios de pago se toma en consideración una ponderación que incluye 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 considera un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2007, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2007 (15.0%-17.0%).

²⁹ 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.

Al 29 de marzo de 2007, la variación interanual del crédito bancario al sector privado total se situó en 28.6%³⁰, 6.4 puntos porcentuales por arriba del límite superior del corredor estimado para esa fecha (20.2% - 22.2%).

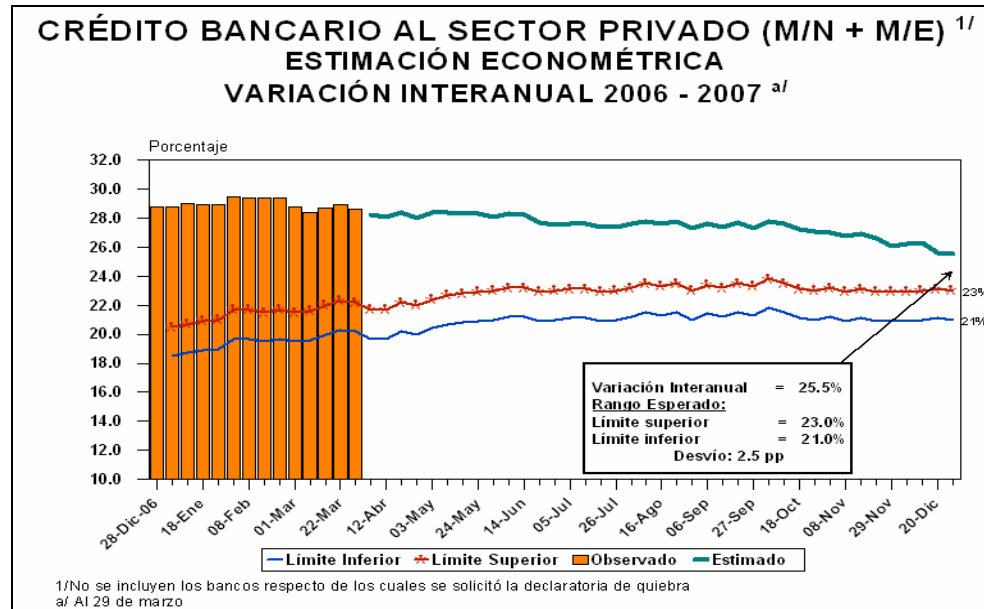


Al igual que en el caso de los medios de pago, la interpretación de esta variable también incorpora una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2007³¹, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado en el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente.

Al 29 de marzo de 2007, la estimación econométrica del crédito bancario al sector privado para finales de año fue de 25.5%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2007 (21.0% - 23.0%).

³⁰ Si se considera el crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, las sociedades financieras y las entidades fuera de plaza la variación interanual sería de 26.5%, superior a la registrada en igual período de 2006 (20.7%).

³¹ En adición al seguimiento del corredor estimado para el crédito bancario al sector privado, éste se complementa con una estimación que incorpora la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluye el comportamiento estacional para varios años y que se ajusta periódicamente con información nueva de cada semana.



En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, 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 marzo de 2007, la orientación promedio presentó un valor positivo de 4.45 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva³².

2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado al 31 de marzo de 2007, se situó en Q56,570.0 millones, monto superior en Q14,461.3 millones (34.3%)³³ al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que, al evaluar la información preliminar de la cartera crediticia bancaria por actividad económica, 29.2% se concentró en los sectores consumo, transferencias y otros; 21.6% en comercio; 13.2% en construcción; 11.3% en industria; y, 9.8% en establecimientos financieros³⁴.

³² 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.

³³ Porcentaje que no incluye el monto de la cartera crediticia de dos instituciones suspendidas por la Junta Monetaria.

³⁴ Esta clasificación incluye el financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.



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

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

- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	A marzo 2006 (A)	A marzo 2007 (B)	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
			2006	2007	ABSOLUTA B - A	RELATIVA B/A
SALDO DE LA CARTERA (I +II) ^{1/}	42,108.7	56,570.0			14,461.3	34.3
I. Sub-Total ^{2/}	39,760.1	53,521.2	100.0	100.0	13,761.1	34.6
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,754.2	3,407.6	6.9	6.4	653.4	23.7
Explotación de minas y canteras	89.9	112.2	0.2	0.2	22.3	24.8
Industria manufacturera	5,203.7	6,061.2	13.1	11.3	857.5	16.5
Electricidad, gas y agua	1,618.1	1,650.0	4.0	3.1	31.9	2.0
Construcción	5,158.3	7,067.5	13.0	13.2	1,909.2	37.0
Comercio	8,659.9	11,559.0	21.8	21.6	2,899.1	33.5
Transporte y almacenamiento	660.2	751.6	1.7	1.4	91.4	13.8
Estabs. Fros. bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	3,568.2	5,254.0	9.0	9.8	1,685.8	47.2
Servicios comunales, sociales y personales	1,850.2	2,050.1	4.7	3.8	199.9	10.8
Consumo, transferencias y otros	10,197.4	15,608.0	25.6	29.2	5,410.6	53.1
II. Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	2,348.6	3,048.8			700.2	29.8

1/ Se excluyen a las dos instituciones suspendidas por la Junta Monetaria.

2/ Cifras desagregadas de la cartera no incluyen dos instituciones que no presentaron información.

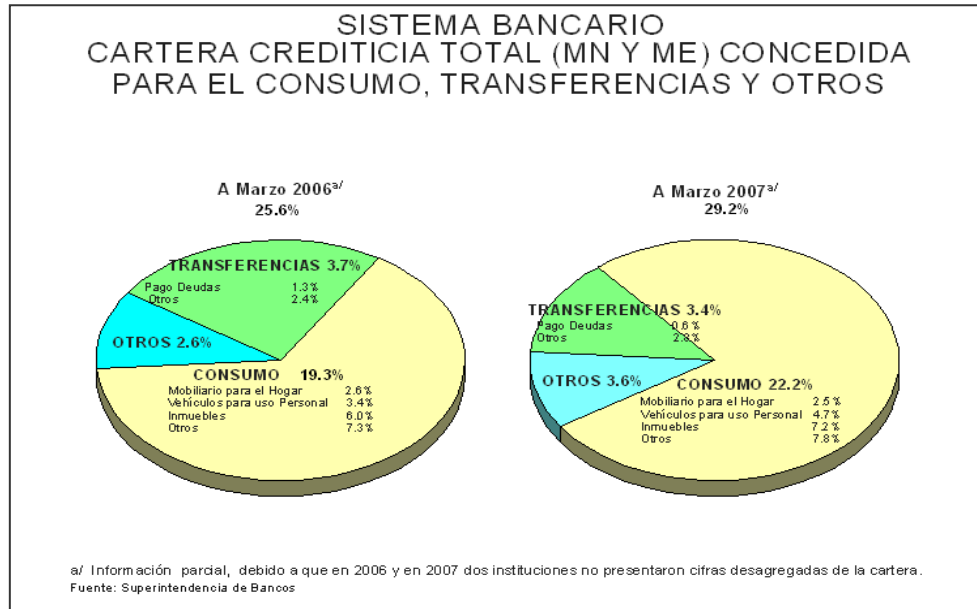
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

Dada la importancia de los sectores *consumo, transferencias y otros; comercio; industria; y, construcción* en el referido financiamiento, se procedió a su desagregación tomando en cuenta sus principales componentes.

a) Crédito concedido al consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a esta actividad, al 31 de marzo de 2007, representó el 29.2% del financiamiento del sistema bancario (25.6% a marzo de 2006).

Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, a marzo de 2007, el consumo representó 22.2%, las transferencias 3.4% y otros 3.6%. Tomando en cuenta la importancia relativa de esta rama de actividad económica, se procedió a desagregar los componentes más importantes, los cuales se ilustran en la gráfica siguiente:

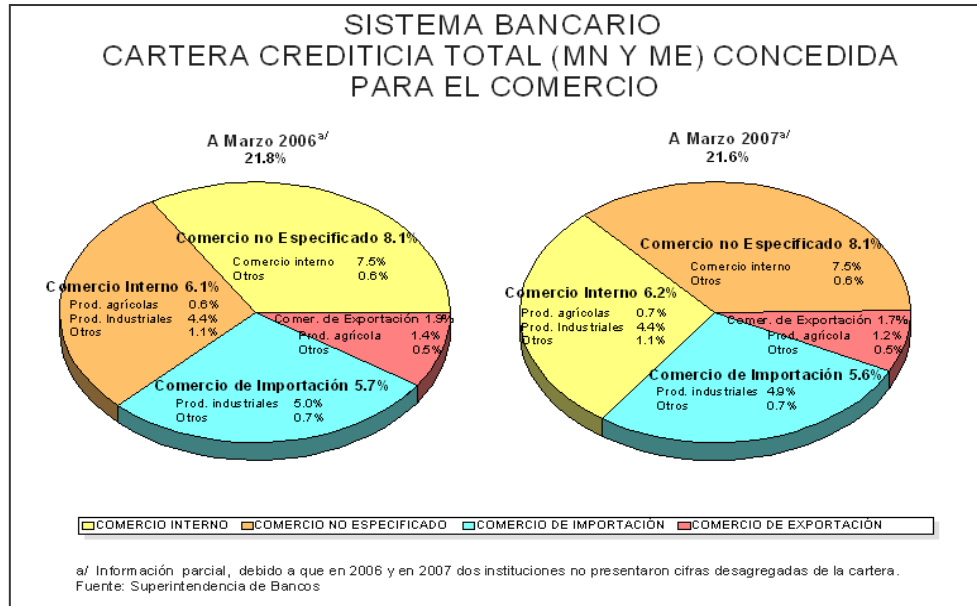


En el consumo se observa que a marzo de 2007, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 7.2%; de vehículos para uso personal con 4.7%; y, de mobiliario para el hogar con 2.5%, estructura que, con excepción de éste último rubro, es superior con respecto a la observada en marzo de 2006. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, sobresale la reducción del renglón de pago de deudas que pasó de 1.3% en marzo de 2006 a 0.6% en marzo de 2007.

b) Crédito concedido al comercio

La cartera de créditos concedida al comercio, al 31 de marzo de 2007, representó el 21.6% de la cartera total otorgada por el sistema bancario (21.8% en marzo de 2006).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.

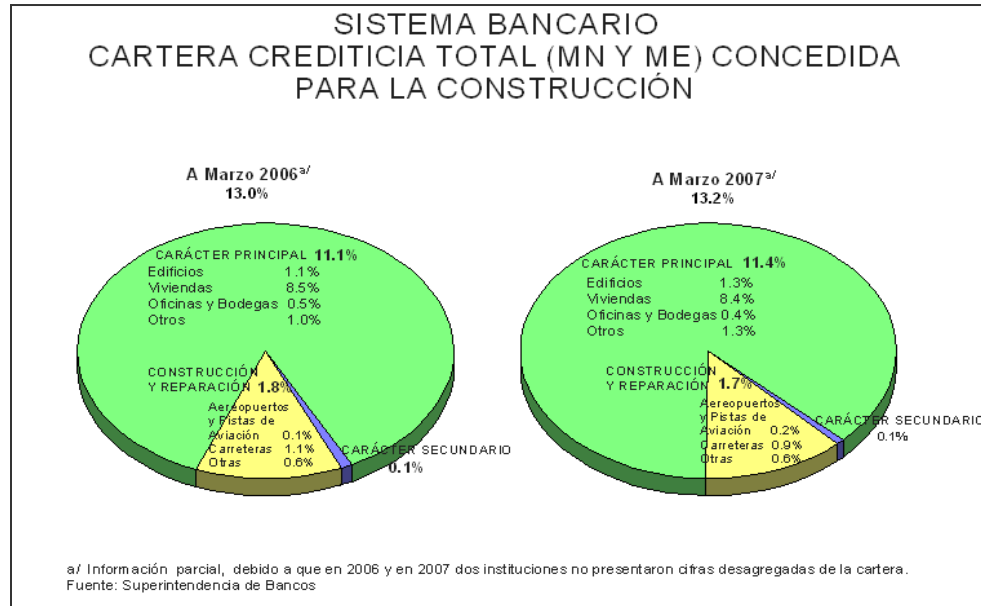


A marzo de 2007, respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio no especificado con 8.1% (incluye el comercio interno no especificado y otros); le siguen en su orden, el financiamiento al comercio interno con 6.2% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 5.6% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el comercio de exportación con 1.7% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros no varía en forma significativa con respecto a marzo de 2006.

c) Crédito a la construcción

Al 31 de marzo de 2007, la cartera crediticia otorgada a la construcción representó el 13.2% del total de la cartera del sistema bancario (13.0% a marzo de 2006).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.

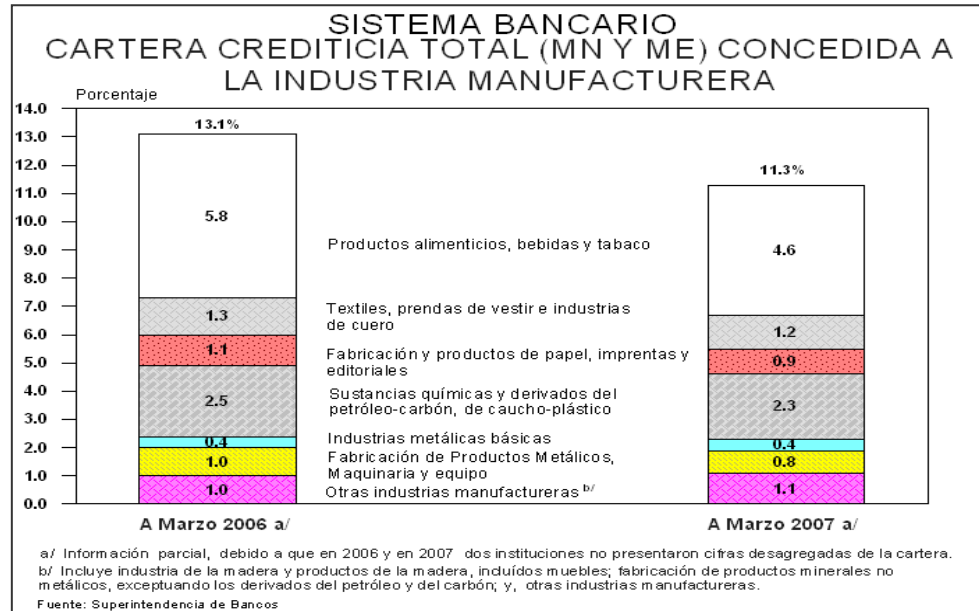


A marzo de 2007, destaca el financiamiento de carácter principal con un 11.4% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), porcentaje superior en 0.3 puntos porcentuales respecto al observado a marzo de 2006 (11.1%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en el caso del financiamiento a edificios, éste es levemente mayor al observado en marzo de 2006, ya que pasó de 1.1% a 1.3%, mientras que el canalizado a la vivienda se redujo marginalmente de 8.5% en 2006 a 8.4% en 2007, el cual sigue siendo el más representativo, situación que en buena parte explica el dinamismo del sector construcción en la captación de financiamiento destinado a la actividad económica del país.

d) Crédito a la industria manufacturera

Al 31 de marzo de 2007, el crédito a la industria manufacturera representó el 11.3% de la cartera del sistema bancario (13.1% a marzo de 2006).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.



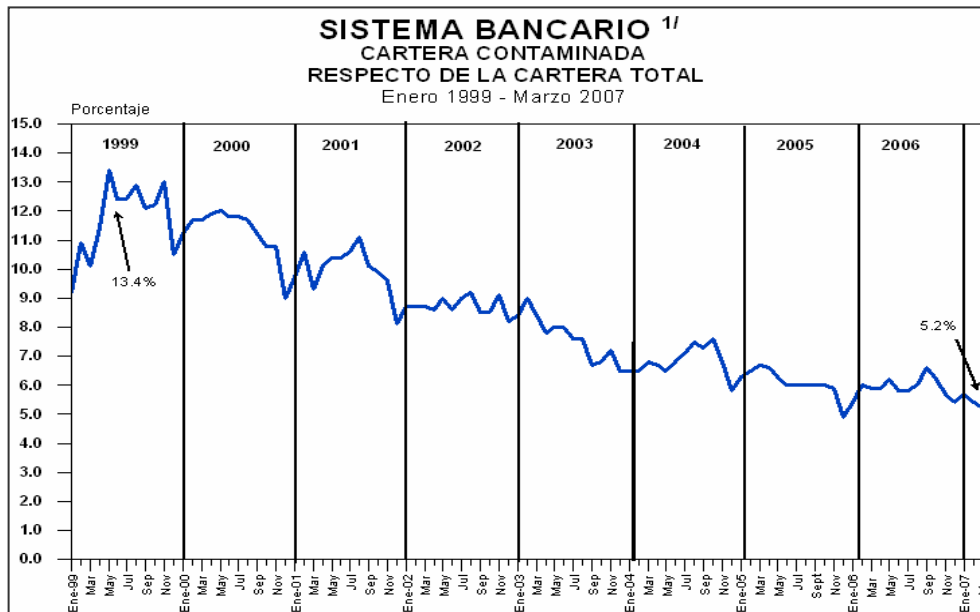
Al evaluar cada uno de los componentes de la industria manufacturera, se tiene que, a marzo de 2007, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con un 4.6%; a las industrias de sustancias químicas y derivados del petróleo con 2.3%; a la industria textil, prendas de vestir e industrias de cuero con 1.2%; y, a la de fabricación y productos de papel, imprentas y editoriales con 0.9%. La referida estructura, con excepción del financiamiento otorgado a otras industrias manufactureras, es inferior a la que se observó en marzo de 2006.

3. Calidad de la cartera crediticia

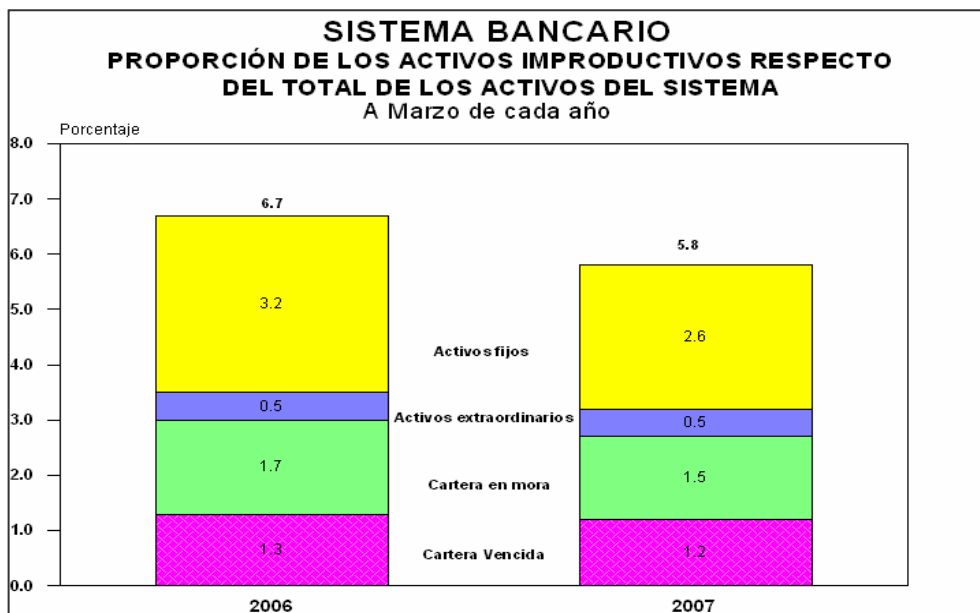
En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en mayo de 1999 dicho indicador se situó en 13.4% (porcentaje más alto registrado durante el período 1999-2006), hasta situarse en 5.2% en marzo de 2007.

Al 31 de marzo de 2007, el monto de la cartera contaminada se situó en Q2,950.7 millones, en el que la cartera vencida representa el 2.3% de la cartera

total (2.6% a marzo de 2006) y la cartera en mora el 2.9% (3.3% a marzo de 2006).



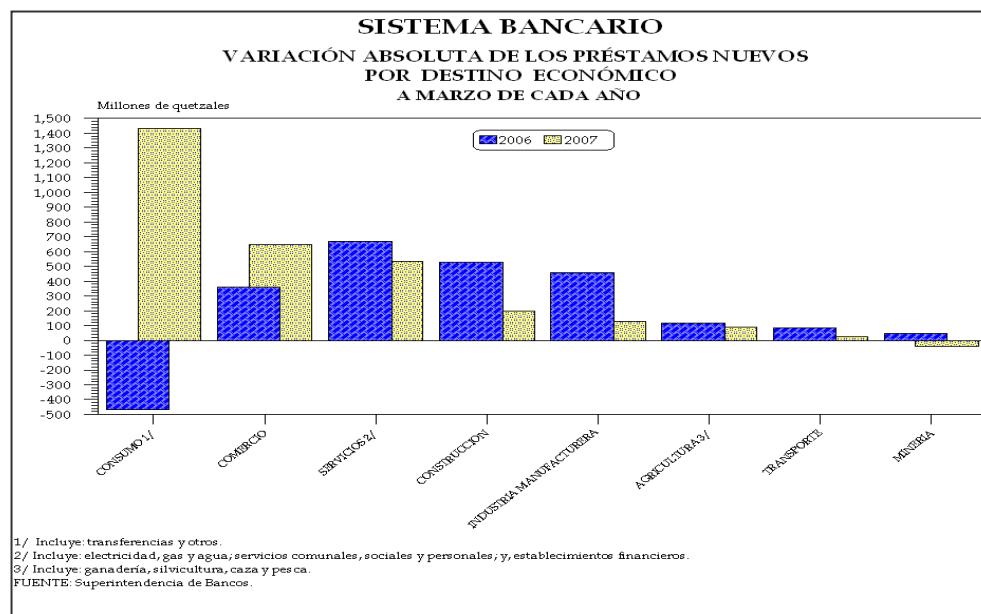
Por su parte, los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja, al situarse en 5.8% en marzo de 2007, porcentaje inferior al registrado en marzo de 2006 (6.7%).



4. Préstamos nuevos

Al 31 de marzo de 2007, el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q11,073.0 millones, monto superior en Q3,011.9 millones (37.4%) al registrado en igual período del año anterior.

El aumento de los préstamos nuevos se explica principalmente por el aumento del financiamiento canalizado a los destinos siguientes: consumo, Q1,430.0 millones; comercio, Q649.3 millones; servicios, Q531.3 millones; construcción, Q213.9 millones; e, industria manufacturera, Q129.9 millones.



5. Estimación econométrica de la demanda de crédito bancario al sector privado

La literatura económica moderna³⁵ 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 (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- se estimaron las funciones de demanda de crédito bancario al sector privado total, en moneda nacional y en moneda extranjera con información estadística

³⁵ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADENAR 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.

disponible del período de enero de 2000 a marzo de 2007. Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado total, en moneda nacional y en moneda extranjera en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), medido por el coeficiente de determinación (R^2), es de 89.3%, 83.3% y 92.8%, respectivamente. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas a un nivel de confianza de 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, es decir, un aumento en la actividad económica implica un incremento en la demanda de crédito; un aumento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el recuadro siguiente.

RECUADRO 4

SISTEMA BANCARIO MODELOS DE DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 CSP _t TOTAL		MODELO 2 CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coeficiente	Estadístico t	Coeficiente	Estadístico t	Coeficiente	Estadístico t
Constante	13.75	23.90	13.47	24.89	12.11	19.58
IMAE _t	0.04	5.50	0.07	8.30	0.07	5.42
Tasa de interés activa _t	-0.07	-20.11	-0.03	-9.90	-0.12	-14.39
Tipo de cambio _t	-0.30	-4.12	-0.38	-5.53	-0.19	-2.43
Período muestral	Ene 2000 - Mar 2007		Ene 2000 - Mar 2007		May 2001 - Mar 2007	
Coeficiente determinación R ²	0.893461		0.833449		0.928313	

Nota: De acuerdo con el número de observaciones, el valor crítico t es igual a 1.980 al nivel de significancia del 5%.

Donde: CSP_t = Logaritmo natural del crédito bancario al sector privado en el período t .

IMAE_t = Ritmo de crecimiento del IMAE en el período t , como variable aproximativa a la actividad económica.

Tasa de Interés_t = Tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario en el período t .

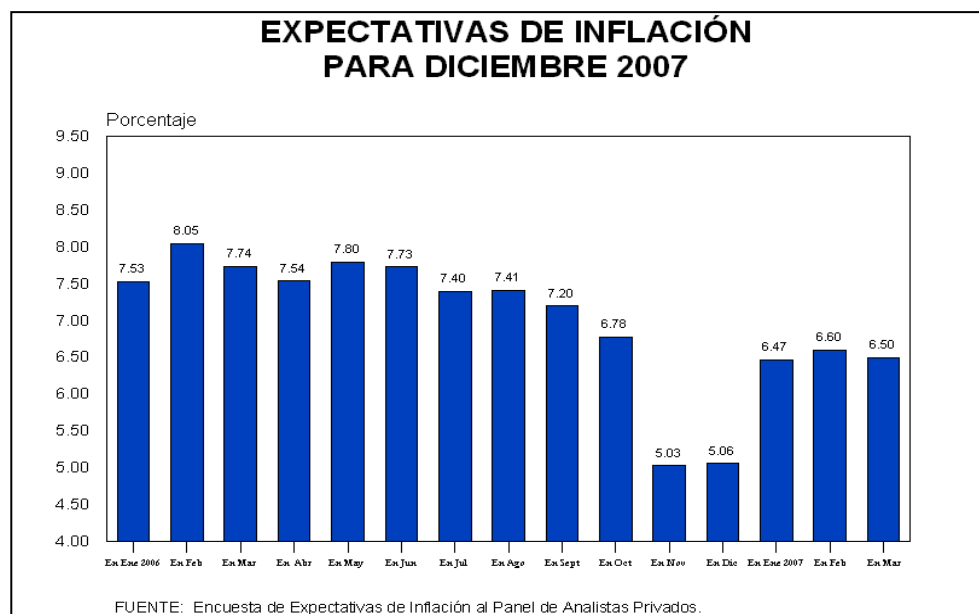
Tipo de cambio_t = Tipo de cambio de referencia del último día de cada mes en el período t .

Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, el crédito bancario al sector privado total, en moneda nacional y en moneda extranjera, lo hace en aproximadamente 0.04%, 0.07% y 0.07%, respectivamente, 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 total, en moneda nacional y en moneda extranjera, en aproximadamente 0.07%, 0.03% y 0.12%, respectivamente. Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario total del sector privado, en moneda nacional y en moneda extranjera en alrededor de 0.30%, 0.38% y 0.19%, respectivamente.

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

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

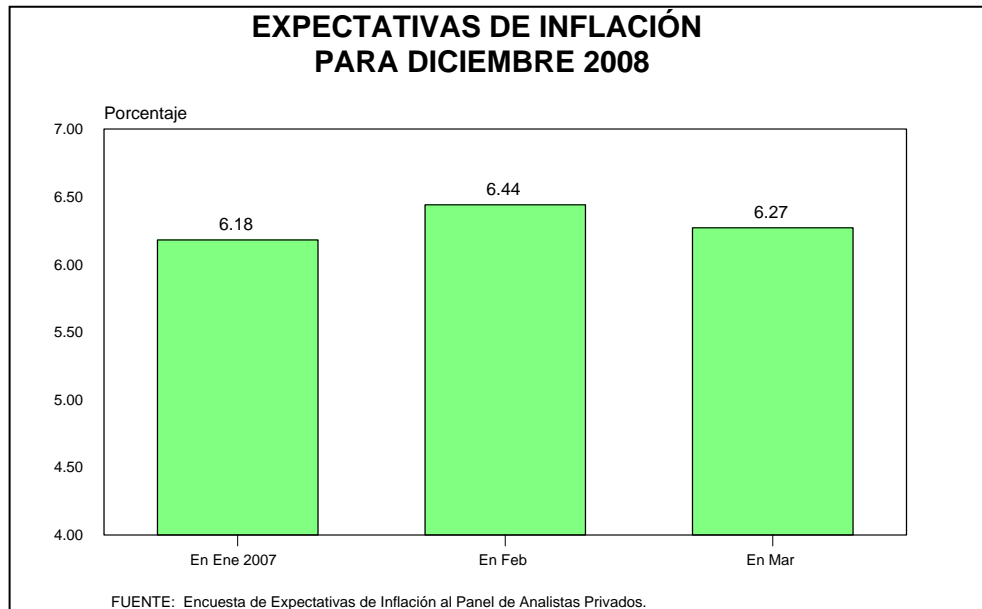
De acuerdo con la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados (EEI)³⁶, realizada en marzo de 2007, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 6.50%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007.



Por otra parte, dichos analistas económicos estiman que la inflación para diciembre de 2008 se ubicará en 6.27%, porcentaje superior a la meta

³⁶ 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.

establecida para ese año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007.



H. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

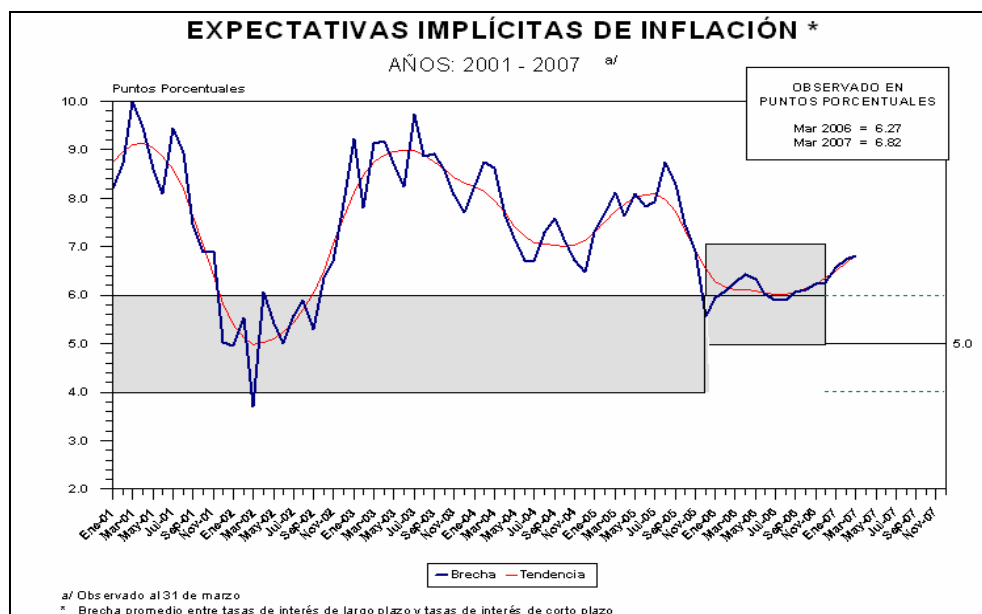
Este indicador constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha entre las tasas de interés de largo plazo³⁷ y las tasas de interés de corto plazo³⁸. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país³⁹, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

³⁷ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

³⁸ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEMs (ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

³⁹ La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

De acuerdo con las cifras observadas a marzo de 2007, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.82 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo una política monetaria restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en marzo de 2007, respecto del observado en marzo de 2006 (6.27 puntos porcentuales), se observa un incremento de 0.55 puntos porcentuales en las referidas expectativas, lo que estaría indicando que los agentes económicos prevén que la inflación podría ubicarse, en el mediano plazo, por arriba de la meta establecida.



I. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

1. Evolución al primer trimestre de 2007

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

La importancia que cada variable indicativa tiene en el referido proceso se determinó mediante una encuesta en la que cada miembro de Junta



Monetaria externó su opinión sobre el peso relativo que cada variable indicativa debe tener para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, el índice sintético incorpora en un sólo indicador para cada categoría de orientación⁴⁰, 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 el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente, con cifras observadas al 29 de marzo de 2007, se presentan los resultados del índice sintético obtenido con base en el peso relativo asignado a cada variable indicativa.

⁴⁰ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es del 100%. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

**VARIABLES INDICATIVAS**

Información al 29 de marzo de 2007

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Proyectado						
Proyección para diciembre de 2007 (42.86%)	5.18					5.18
Proyección para diciembre de 2008 (57.14%)	6.91				6.91	
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado						
Proyección para diciembre de 2007 (42.86%)	5.30					5.30
Proyección para diciembre de 2008 (57.14%)	7.06					7.06
3. Tasa de Interés Parámetro	9.34			9.34		
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	9.07			9.07		
5. Liquidez Primaria	11.26					11.26
6. Medios de Pago	8.79	8.79				
7. Crédito Bancario al Sector Privado	9.07					9.07
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para diciembre de 2007 (42.86%)	3.30					3.30
Proyección para diciembre de 2008 (57.14%)	4.39					4.39
9. Expectativas Implícitas de Inflación	9.34					9.34
10. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS						
Proyección para diciembre de 2007 (42.86%)	4.71				4.71	
Proyección para diciembre de 2008 (57.14%)	6.28				6.28	
	100.00	8.79	0.00	18.41	17.90	54.90

Como se observa en el cuadro anterior, de acuerdo al peso relativo de las variables indicativas, el 54.90% de las mismas aconsejaba una orientación de política monetaria restrictiva; el 17.90% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 18.41% sugería una orientación de política monetaria invariable; y, el 8.79% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada.

Con el objeto de comparar la evolución de la orientación de política monetaria sugerida por las variables indicativas con base en el índice sintético durante el primer trimestre de 2007, se elaboró el cuadro siguiente que toma en

consideración la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 28 de diciembre de 2006⁴¹.

VARIABLES INDICATIVAS

Información al 28 de diciembre de 2006 ^{a)}

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Proyectado						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	12.09				12.09	
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	12.36				12.36	
3. Tasa de Interés Parámetro	9.34	9.34				
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	9.07			9.07		
5. Liquidez Primaria	11.26					11.26
6. Medios de Pago	8.79					8.79
7. Crédito Bancario al Sector Privado	9.07					9.07
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	7.69				7.69	
9. Expectativas Implícitas de Inflación	9.34				9.34	
10. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	10.99	10.99				
	100.00	20.33	0.00	9.07	41.48	29.12

a) Para efectos de comparación se eliminó el Índice de Condiciones Monetarias y se reponderó el peso relativo del resto de variables indicativas conforme opinión de los miembros de la Junta Monetaria.

En el cuadro siguiente se puede observar que la orientación con el mayor peso relativo en diciembre de 2006 indicaba una política monetaria moderadamente restrictiva, en tanto que la orientación con el mayor peso relativo en marzo de 2007 sugería restringir las condiciones monetarias.

⁴¹ El índice sintético en 2006 incluía la variable indicativa, Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, la cual, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-168-2006, ya no se incluyó para 2007, por lo que para efectos comparativos fue necesario eliminar la referida variable indicativa y reponderar el peso relativo del resto de variables conforme a la opinión ya emitida por parte de los miembros de Junta Monetaria.



COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	28/12/2006 %	29/03/2007 %
Relajada	20.33	8.79
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	18.41
Moderadamente restrictiva	41.48	17.90
Restrictiva	29.12	54.90
TOTAL	100.00	100.00

IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN QUETZALES POR FECHA DE VENCIMIENTO

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

A efecto de avanzar en el proceso de expedición de CDPs por fecha de vencimiento, el Banco de Guatemala procedió a preparar el proyecto de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo, en Quetzales, a ser Constituidos en el Banco de Guatemala y las Normas para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por Medio de Licitaciones en las Bolsas de Valores Autorizadas para Operar en el País, los cuales se encuentran en proceso de consulta con las bolsas de valores. Asimismo, continuó con el proceso de modificación de sus sistemas informáticos e inició las pruebas de funcionalidad, con el propósito de que la emisión de los CDPs con igual fecha de vencimiento, igual fecha de pago de intereses e igual valor nominal, se inicie durante el segundo trimestre de 2007.



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

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

En el contexto descrito, durante el primer trimestre de 2007 el Banco de Guatemala realizó las acciones siguientes:

- ✓ Se actualizó el proyecto de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Quetzales a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual está en proceso de consulta con las bolsas de valores, previo a ser sometido a aprobación de la Junta Monetaria;
- ✓ Se actualizó el proyecto 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, el cual se remitió a las bolsas de valores para que las sometan a aprobación de sus respectivos consejos de administración, previo a solicitar la aprobación de la Gerencia General del Banco de Guatemala; y,
- ✓ Se elaboraron proyectos de manuales de procesos de trabajo, así como de procedimientos administrativos, los cuales permitirán la funcionalidad de la transferencia de titularidad de los CDP en custodia en el Banco de Guatemala.

V. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES

En el desempeño de la política monetaria en Guatemala inciden factores de carácter externo, en particular, los provenientes de los Estados Unidos de América, mayor socio comercial del país y principal economía a nivel mundial. Uno de los principales riesgos que caracterizaron el panorama económico mundial en el primer trimestre de 2007, es el relativo al impacto que generó en los mercados financieros internacionales la desaceleración prevista en la tasa de crecimiento económico del referido país, particularmente para el segundo semestre del presente año, lo cual también incidió en las expectativas de los agentes económicos que operan en el mercado de bienes.

En lo que concierne a la política monetaria de ese país, cabe indicar que la Reserva Federal, durante el primer trimestre de 2007 mantuvo su tasa de interés objetivo en 5.25%.

B. COMPORTAMIENTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO Y DEL MAÍZ

Durante el primer trimestre de 2007, el precio internacional del petróleo, continuó con una tendencia creciente. En efecto, entre el 31 de diciembre de 2006 y el 31 de marzo de 2007, el citado precio internacional se incrementó en US\$4.82 por barril (7.9%). De acuerdo con expertos internacionales, el comportamiento reciente del precio del crudo, obedece a la combinación de tres factores. El primero, a que existen perspectivas de menor producción por parte de los países que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP); el segundo, al menor pesimismo en relación a los pronósticos de crecimiento económico mundial, especialmente de los Estados Unidos de América, lo que ha influido en la demanda del crudo y sus derivados; y, el tercer factor, al hecho de que en las bolsas de valores de los Estados Unidos de América, de Europa y de Asia existan aumentos de las posiciones especulativas



en los mercados de futuros, asociados a la mayor percepción de riesgo geopolítico y a la volatilidad del precio internacional del crudo.

Cabe mencionar que el Fondo Monetario Internacional ha señalado que existe una brecha muy reducida, entre la oferta y la demanda de crudo, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, 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*, señala que actualmente la oferta mundial de crudo se sitúa en 86.26 millones de barriles diarios, en tanto que la demanda se sitúa en 86.11 millones de barriles diarios, lo que da como resultado una brecha de 0.15 millones de barriles diarios.

Derivado del comportamiento volátil del precio internacional del petróleo, en los Estados Unidos de América se ha intensificado el uso de fuentes alternativas a los combustibles derivados del petróleo, de esa cuenta se viene produciendo etanol a base de maíz. Dicho proceso de sustitución ha provocado un alza en el precio internacional del grano desde octubre de 2006, lo cual ha incidido en el aumento de la inflación importada en Guatemala, situación que de continuar se constituiría en una fuente adicional de presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

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 que generan 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, en el primer trimestre de 2007, aumentó



la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos, la cual pasó de 5.00% a 5.25%. Sin embargo, dicha Junta continúa monitoreando, la situación de las finanzas públicas, el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas, los resultados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y el comportamiento de los principales factores internos y externos que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación. De esa cuenta, se considera que aún hay espacio para mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en particular adoptar medidas que tiendan a elevar la efectividad de las operaciones de estabilización monetaria.

VI. RECOMENDACIONES

1. Tomando en cuenta que el ritmo inflacionario aún se encuentra por arriba de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para finales de 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), es importante que en lo que resta del año se tomen oportunamente las acciones de política monetaria que sean necesarias a fin de permitir una mayor desaceleración de la referida variable. 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.
2. Aprobar el programa monetario revisado para 2007, en la forma que se presenta en este dictamen.



Atentamente,

Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos

Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones Económicas

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

Mario Alfredo Salguero S.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

Jorge Vinicio Cáceres D.
Subdirector
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria

Edgar R. Lemus R.
Director
Depto. Internacional

Fernando Villagrán Guerra
Asesor II
Asesoría Jurídica

Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero

F. Estuardo García A.
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 22 de mayo de 2007.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES⁴²

Tomando en cuenta la reciente evolución de la economía global, los gestores de política macroeconómica enfrentan los desafíos siguientes: consolidar la estabilidad macroeconómica, especialmente en lo referente a la disciplina fiscal y profundizar las reformas estructurales para aprovechar los beneficios de la globalización con el fin de fortalecer el crecimiento económico.

Según el FMI, la economía global por cuarto año consecutivo alcanzaría en 2007 un crecimiento del PIB superior al 4.0%, apoyado en condiciones favorables en los mercados financieros internacionales; en el sólido incremento en la productividad; en el fortalecimiento de la confianza tanto de los consumidores como de los inversionistas y en mejores condiciones en el mercado laboral.

En cuanto a los Estados Unidos de América, se espera un crecimiento económico de 2.2% en 2007 (3.3% en 2006). Esta previsión se sustenta en el probable debilitamiento de la demanda interna, derivado de la menor producción manufacturera, de la caída en la inversión residencial y del aumento no previsto de los inventarios. Por su parte, para el referido año se espera que la inflación se sitúe en 1.9% (3.2% en 2006), asociada a menores precios de la energía y a la posible implementación de una política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal.

En Canadá, se estima un crecimiento económico de 2.4% en 2007 (2.7% en 2006), asociado al debilitamiento de la demanda externa, generado por el menor crecimiento previsto de la economía estadounidense, así como a la menor demanda interna inducida por aumentos previos en la tasa de interés de la política monetaria. En lo referente a la inflación, se estima que la misma se sitúe en 1.7% (2.0% en 2006), como resultado del mantenimiento de una política monetaria disciplinada.

⁴² Con base en el documento denominado Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, abril de 2007.



En el área del euro, la expansión económica esperada para 2007 es de 2.3% (2.6% en 2006), la que dependerá de la evolución económica de Alemania y de la implementación de ajustes fiscales dentro del marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como de la fortaleza de la demanda externa y de la continuidad de las condiciones financieras favorables. En lo que respecta a la inflación, se prevé que ésta se ubique en 2.0% (2.2% en 2006), ante las expectativas de un incremento en la tasa de interés objetivo por parte del Banco Central Europeo.

En Japón, se proyecta que la actividad económica para 2007 aumente en 2.3% (2.2% en 2006), influenciada por una sólida demanda interna, por el incremento del empleo, por mayores ganancias corporativas y por el crecimiento del crédito bancario. En lo referente a la inflación, se espera que la misma se sitúe en 0.3% (0.2% en 2006), lo cual dependerá de la implementación de una política monetaria restrictiva, aunque prudente, por parte de la autoridad monetaria de ese país.

Para las economías emergentes de Asia, se espera, en conjunto, que alcancen un ritmo de crecimiento económico de 8.8% en 2007 (9.4% en 2006), apoyado por las expectativas favorables a nivel mundial y por la evolución positiva de la actividad económica tanto en la República Popular China como en la India. Dicha proyección está vinculada a la evolución de las exportaciones, particularmente las de productos electrónicos, cuyo principal destino es el mercado estadounidense, así como a la fortaleza de la demanda interna. En lo concerniente a la inflación, para 2007 se prevé que la misma se sitúe en 3.9% (4.0% en 2006), debido a la implementación de políticas monetarias restrictivas por parte de los bancos centrales de los países que integran este grupo de países.

Las proyecciones para las economías en desarrollo de África, prevén un crecimiento económico de 6.2% (5.5% en 2006), el más alto de los últimos 8 años. Según el FMI, estas previsiones se sustentan en la mayor estabilidad macroeconómica, en los efectos positivos derivados de la condonación de parte de la deuda externa, en el mayor ingreso de capitales y en el aumento de los precios internacionales tanto del petróleo como de otras mercancías. En el Sub-Sahara, las ganancias provenientes de la exportación de petróleo coadyuvarán a



fortalecer la demanda interna. Asimismo, la extracción de petróleo aumentará en Angola y Guinea Ecuatorial y se espera que la producción del crudo se restablezca completamente en Nigeria. En Argelia se prevé un aumento de la producción de carbón. Adicionalmente, se estima que este comportamiento estará apoyado por mejores políticas macroeconómicas, por reformas estructurales en algunos países y por la recuperación de la producción agrícola. En relación a la inflación, para 2007 se estima que ésta se ubique en 10.7% (9.5% en 2006), debido, fundamentalmente, a la expansión de la demanda agregada.

En el Medio Oriente se estima que la actividad económica para 2007 crezca 5.5%, tasa inferior a la de 2006 (5.7%). Dicho crecimiento estará sustentado en la leve reducción del precio internacional del petróleo que se observó a partir de agosto de 2006. La inflación para esta región se prevé en 10.6%, porcentaje superior al de 2006 (7.9%), debido a la mayor inflación prevista para Egipto y para la República Islámica de Irán.

Para América Latina y el Caribe, el crecimiento económico proyectado para el presente año es de 4.9% (5.5% en 2006). El menor dinamismo económico previsto para esta región se asocia al menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América y a un ligero deterioro en los términos de intercambio, especialmente en países que son exportadores netos de petróleo. En lo concerniente a la inflación, se espera que en 2007 se sitúe en 5.2% (5.4% en 2006) debido, entre otros factores, al desarrollo del esquema de metas explícitas de inflación en varios países de la región.

En lo que corresponde a la actividad económica en Centroamérica, se estima que la misma crezca 5.0% en 2007 (5.7% en 2006), debido, básicamente, al leve debilitamiento de la demanda externa generado por el menor crecimiento previsto para la economía estadounidense. En lo referente a la inflación, se espera que la misma se ubique en 5.8%, menor a la de 2006 (7.0%), lo cual obedece, fundamentalmente, a la implementación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas.

En cuanto a los países de Europa Central y del Este, se estima que la actividad económica para 2007 crezca 5.5% (6.0% en 2006). El menor crecimiento



esperado para esta región obedece a la reducción de la demanda externa, especialmente la proveniente de Europa Occidental y al deterioro de las condiciones financieras, inducida por el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos regional. La inflación en este grupo de países se espera que se ubique en 4.8%, ligeramente inferior a la de 2006 (5.0%), lo cual obedece a la vigencia de políticas monetarias restrictivas, especialmente en Turquía y Hungría.

Por último, en lo que concierne a los países de la Comunidad de Estados Independientes, se proyecta para 2007 una tasa de crecimiento de 7.0%, porcentaje inferior al registrado en 2006 (7.7%). Entre los factores que explican el debilitamiento de la actividad económica se encuentran la reducción de la producción de petróleo en Rusia, el incremento del costo de la energía en Ucrania y Georgia y la caída de los precios internacionales de las mercancías de exportación que afectaría a Armenia. En lo referente a la inflación, se espera que ésta se ubique en 9.0%, ligeramente inferior a la registrada en 2006 (9.5%), como resultado de políticas monetarias restrictivas, la creciente apreciación del rublo (principal moneda para dicho grupo de países) y un mayor ajuste en términos de la política fiscal.

ANEXO 2

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2007

Para 2007 se prevé que todas las actividades económicas registren tasas de crecimiento positivas.

Para las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.4% en el PIB) se estima un crecimiento de 3.2%, mayor al estimado para 2006 (2.0%). El mayor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una recuperación en la producción de los cultivos tradicionales (de -0.7% en 2006 a 3.1% en 2007) y por un mayor crecimiento en la actividad de silvicultura (de 2.7% en 2006 a 3.1% en 2007). Por su parte, para algunos cultivos no tradicionales (cereales; tubérculos, raíces y hortalizas; y, frutas), se prevé una ligera reducción en su producción como resultado del fenómeno climatológico “La Niña”.

En el caso del café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFE-, se esperaría un comportamiento más dinámico respecto al del año previo, mostrando un incremento de 3.0% en el volumen de producción, asociado al incentivo de precios más favorables del grano en el mercado internacional.

En el caso del cardamomo, se esperaría que en 2007 la producción se incremente en 2.0% (-1.5% en 2006). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, este comportamiento se explicaría por un incremento en la demanda mundial y por la vigencia de precios favorables del aromático a nivel internacional.

En lo que se refiere al cultivo del banano, se estima una importante recuperación en el volumen de producción (3.6% de crecimiento), que contrasta con la caída en 2006 (-3.6%). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA-, dicha recuperación se sustentaría en la normalización de la producción, luego de los daños ocasionados por la tormenta tropical *Stan*, la cual afectó, principalmente, la producción de la costa sur. Asimismo, el ritmo de crecimiento esperado se asocia, entre otros factores, a una ampliación de 100 hectáreas en el área sembrada por BANDEGUA en la región del río Motagua, en el municipio de Los Amates, departamento de Izabal.



En la producción de caña de azúcar, se espera un crecimiento de 10.0%, (-7.9% en 2006). Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2006/2007 se prevé una producción de 394.8 millones de quintales, mayor en 35.9 millones de quintales a la de la zafra 2005/2006, comportamiento que se atribuye al incremento previsto en el área de siembra, la cual estaría siendo impulsada por el aumento que se esperaría en la demanda de azúcar, como resultado de la ampliación de la cuota de exportación prevista en el DR-CAFTA.

En cuanto a la producción de cereales y de tubérculos, raíces y hortalizas, se esperaría un menor dinamismo, al pasar de un crecimiento de 4.8% y 4.5% en 2006 a 2.9% y 3.4% en 2007, respectivamente. Esta evolución se sustenta en las expectativas poco favorables de las condiciones climáticas para el presente año, ya que, como se mencionó, se espera una época calurosa, debido al fenómeno climatológico “La Niña”. Por otra parte, de acuerdo con estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, tanto la producción de maíz como la de frijol crecerán 3.0% (5.0% para 2006, en ambas actividades). El comportamiento esperado, aunque menos dinámico que el de 2006, también se asocia a la normalización de los cultivos en las áreas afectadas por la tormenta tropical *Stan*.

Respecto de la producción *Silvícola*, se esperaría un crecimiento más dinámico que el año previo, al pasar de 2.7% en 2006 a 3.1% en 2007. Dicho comportamiento se sustenta, principalmente, en la producción esperada de troza, leña y hule.

En la actividad *Minas y canteras*, (con una participación de 0.5% en el PIB) se esperaría un crecimiento de 2.0% (-0.9% en 2006); en este resultado estaría contribuyendo la extracción de piedrín, arena y arcilla; de minerales metálicos; y, de minerales no metálicos. Por su parte, la extracción de petróleo y gas natural, a pesar de su relativa normalización aún presenta una caída con respecto al año anterior (al pasar de -13.0% en 2006 a -1.8% en 2007).



En el caso de la *Industria manufacturera*, (con una participación de 18.8% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 3.6%, porcentaje superior al esperado en 2006 (3.4%). Este resultado se explica por el mayor dinamismo previsto en las manufacturas de alimentos y bebidas, en textiles y en productos industriales destinados a la construcción.

En efecto, en la industria de alimentos y bebidas se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda interna se mantenga favorable, en particular la demanda final, debido a que ésta continuará siendo influenciada favorablemente por el ingreso de remesas familiares⁴³. En el caso del azúcar, la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA- indicó que tiene previsto alcanzar una producción record para la zafra 2006/2007 (la cual inició en noviembre 2006), como resultado de la recuperación de las áreas de siembra, luego del paso de la tormenta tropical *Stan* en octubre de 2005, así como de la habilitación de nuevas áreas de siembra, debido al incremento previsto en la demanda mundial y a la mejora en la productividad.

Con respecto a los productos textiles, se prevé que la consolidación del DR-CAFTA apoye la reactivación de las exportaciones de prendas de vestir hacia los Estados Unidos de América, particularmente de las manufacturadas al amparo del Decreto 29-89 (Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila)⁴⁴.

Se estima que los niveles esperados de inversión tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales), estimularán la demanda de productos industriales destinados a la construcción (cemento, block, hierro y metales). Además, como resultado de la evolución positiva que el sector ha venido mostrando en los últimos años, se anunció por parte de la compañía Cementos Progreso, S. A., la construcción de una nueva planta de producción de cemento para 2007, la cual se estima

⁴³ La Organización Internacional de las Migraciones -OIM-, estima que en 2006 la mitad de las remesas familiares que ingresaron al país se destinó al consumo final.

⁴⁴ A partir de 2005, los Estados Unidos de América liberalizó sus importaciones de productos textiles, eliminando las cuotas de importación asignadas por países, entre ellos Guatemala. Esta situación provocó que la República Popular China se situara como uno de los mayores proveedores de manufacturas textiles de los Estados Unidos de América.



incrementará la capacidad de producción de la mencionada empresa en aproximadamente 70.0%.

En lo que se refiere a la demanda externa de productos industriales diversos, se prevé que la misma será más dinámica que la registrada el año anterior, en particular, la destinada al área de Centroamérica, México y los Estados Unidos de América. Sobre el particular, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores -AGEXPORT- se tiene definida una estrategia para posicionar a Guatemala como el principal proveedor de bienes industriales a los países centroamericanos, lo que permitirá aprovechar el DR-CAFTA y mejorar el intercambio comercial con México, en particular de las exportaciones amparadas por el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés).

Para la actividad de *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 4.2% (2.5% en 2006), el cual se asocia, principalmente, a una mayor demanda de energía eléctrica, derivada del mayor crecimiento esperado en las actividades de *Comercio al por mayor y al por menor; Industria manufacturera; y, Servicios privados*. En efecto, de acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, para 2007 se prevé un aumento en la generación de energía eléctrica de origen geotérmico, al entrar en funcionamiento dos nuevas plantas, una del Grupo Generador Central, S. A. -GECSA-, en el departamento de Chimaltenango, con capacidad de 15 MWH y otra de Ortiplan, en el municipio de Amatitlán, con capacidad de 20 MWH. Cabe indicar que los ingenios Magdalena y Pantaleón estiman ampliar la capacidad de sus turbinas de vapor para generar energía eléctrica.

La actividad de *Construcción*, (con una participación de 4.7% del PIB), por su parte, se esperarí registre una tasa de crecimiento de 14.3% (21.4% en 2006). Cabe destacar que, aunque la tasa de crecimiento continúa siendo dinámica, su

comportamiento estaría siendo explicado por el menor dinamismo en la realización de obras de ingeniería civil⁴⁵.

En cuanto a la construcción de edificaciones⁴⁶, para 2007 se estima un menor número de licencias autorizadas para la construcción de edificios de apartamentos, centros comerciales, instalaciones industriales e instalaciones hoteleras.

La actividad de *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.2% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 3.9% (3.7% en 2006), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo previsto en las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* y de *Industria manufacturera*, así como por el dinamismo previsto en las importaciones.

Las actividades de *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 8.5% del PIB), se prevé registren un crecimiento de 14.6% (13.9% en 2006). Dicho comportamiento sería resultado de la evolución esperada en la actividad de transporte por vía terrestre, la cual podría registrar un crecimiento de 2.3% en 2007, asociado, principalmente, al mayor dinamismo en las actividades industriales y agropecuarias. En lo relativo a la actividad de telecomunicaciones, que representa el 67.7% de este grupo de actividades, se esperaría que registre un crecimiento de 22.9% en 2007, derivado de un aumento esperado en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, particularmente para la ampliación de los servicios de telefonía e Internet⁴⁷.

En cuanto a la *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 3.8% del PIB), se prevé que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 8.2% (9.9% en 2006), asociada a la evolución favorable prevista tanto en las captaciones bancarias como en el crédito al sector privado para financiar el dinamismo previsto en la actividad económica.

⁴⁵ Comprende la construcción de carreteras, puentes, obras urbanísticas, obras hidráulicas, líneas de transmisión y construcciones agrícolas.

⁴⁶ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.

⁴⁷ Según la Superintendencia de Telecomunicaciones -SIT-, la empresa Caribeña Digicel Group, operadora de telefonía móvil, iniciará operaciones en 2007.



En lo que respecta a las instituciones dedicadas a seguros, se estima que presenten una tasa de variación de 17.9% (19.3% en 2006), mientras que para las actividades auxiliares de la intermediación financiera se estima un comportamiento similar al mostrado en el año previo (3.7%).

Para la actividad de *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 10.1% del PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.9% (2.7% en 2006), debido al dinamismo previsto en los alquileres reales.

En lo que concierne a las actividades económicas de *Servicios privados* (con una participación de 14.8% del PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 3.7% (3.3% en 2006), asociada al incremento esperado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones.

Por ultimo, en lo que respecta a la actividad de *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.5% del PIB), se estima registre una tasa de crecimiento de 4.4% (4.9% en 2006). Este resultado se explicaría, principalmente, por el gasto de gobierno previsto para el presente año.



PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
AÑOS: 2006 - 2007
(tasas de variación)

CONCEPTO	2006 e/	2007 py/
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>4.9</u>	<u>5.2</u>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2.0	3.2
Explotación de minas y canteras	-0.9	2.0
Industria manufacturera	3.4	3.6
Suministro de electricidad y captación de agua	2.5	4.2
Construcción	21.4	14.3
Comercio al por mayor y al por menor	3.7	3.9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	13.9	14.6
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	9.9	8.2
Alquiler de vivienda	2.7	3.9
Servicios privados	3.3	3.7
Administración pública y defensa	4.9	4.4

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

ANEXO 3

ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DEL “TRATADO DE LIBRE COMERCIO, REPÚBLICA DOMINICANA, CENTROAMÉRICA, ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA”⁴⁸ EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PAÍS

I. Antecedentes⁴⁹

En mayo de 2004 los países de Centroamérica y Estados Unidos de América, firmaron el Tratado de Libre Comercio de Centroamérica-Estados Unidos de América (en adelante denominado el Tratado), al cual se adhirió República Dominicana en agosto de 2004. Para Guatemala, el Tratado entró en vigencia el 1 de julio de 2006.

El principal objetivo de el Tratado, en opinión del Fondo Monetario Internacional -FMI-, es eliminar todos los aranceles y reducir sustancialmente las barreras no arancelarias entre los países miembros, además de estimular los flujos de comercio entre sus economías.

De acuerdo con el FMI, los países centroamericanos y República Dominicana, esperan obtener, entre otros, un mejor acceso a su principal mercado de exportación, una mayor inversión extranjera directa y un fortalecimiento institucional en diversas áreas relacionadas con el comercio y la inversión. Agrega el FMI, que si bien los países de Centroamérica mantienen relaciones sólidas de comercio e inversión con los Estados Unidos de América y gozan de un acceso preferencial debido a la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC), el Tratado es mucho más amplio y cambia la forma de las relaciones comerciales, que pasan del acuerdo preferencial unilateral definido por la ICC a un acuerdo bilateral de carácter permanente.

La aplicación de el Tratado implica efectuar modificaciones de carácter estructural e institucional que permitan consolidar relaciones comerciales con

⁴⁸ Decreto Número 31-2005 del Congreso de la República de Guatemala, publicado en el diario oficial el 16 de marzo de 2005.

⁴⁹ Con base en el documento denominado: América Central, Integración Mundial y Cooperación Regional. FMI. Washington, D.C., Estados Unidos de América. 2005.



mayor certeza entre los países miembros, lo cual coadyuva a impulsar el crecimiento económico.

II. Efectos de el Tratado⁵⁰

Los efectos de el Tratado serán más evidentes en los ámbitos de la inversión extranjera directa y del comercio exterior y, por consiguiente, en el crecimiento económico del país.

Según un estudio del FMI⁵¹, utilizando un modelo estático de equilibrio general computable para varios países, concluye que las exportaciones de Centroamérica a los Estados Unidos de América podrían aumentar en 28.00%, luego de la entrada en vigencia de el Tratado⁵². En este sentido, también concluye que el aumento de las exportaciones de la región a los Estados Unidos de América se debería principalmente al que se observe en los rubros de textiles, prendas de vestir y cultivos procesados. Por su parte, la United States International Trade Commission⁵³ -USITC-, utilizando para el efecto un modelo de equilibrio general computable, sostiene que dicho incremento será de 12.44% durante el primer año de vigencia del Tratado.

De acuerdo con el FMI, no obstante que Centroamérica tiene acuerdos con los Estados Unidos de América, por medio de la ICC y el Sistema Generalizado de Preferencias -SGP-, el Tratado dará un nuevo impulso al comercio, a la inversión extranjera directa y al crecimiento económico de la región. Además se espera que el Tratado contribuya a mejorar el desempeño macroeconómico de la región, en la medida en que sus economías se integren aún más con la de los Estados Unidos de América; sin embargo, para que se materialicen los beneficios del mismo, en cuanto al crecimiento y la estabilidad, el Tratado debe respaldarse con reformas que fortalezcan los entes reguladores del comercio, las instituciones clave, la

⁵⁰ Op. cit.

⁵¹ Estudio realizado por: Hilaire, Alvin D. y Yongzheng Yang; The United States and the New Regionalism/Bilateralism. IMF Working Paper 03/206. Washington, 2003.

⁵² Por ejemplo, según el FMI la experiencia de México respecto del TLCAN es que el valor de sus exportaciones a Estados Unidos de América aumentó más del 50% en menos de dos años después de la entrada en vigencia de este tratado.

⁵³ U.S.-Central America-Dominican Republic Free Trade Agreement: Potential Economywide and Selected Sectorial Effects. USITC Publication 3717, August 2004.

resolución de conflictos, los derechos de propiedad y la flexibilidad del mercado laboral.

Por otra parte, señala el FMI que estudios empíricos demuestran que la apertura comercial tiene un efecto directo y positivo sobre el crecimiento económico. Asimismo, otros estudios sostienen que los efectos positivos de los mayores vínculos comerciales sobre la productividad y el crecimiento de la inversión son los pilares de un crecimiento sostenido. Ante este esquema de posibilidades, el Tratado constituye una oportunidad de avance en el proceso de integración de la región con la economía mundial y el análisis de su impacto debe realizarse mediante la intervención de las variables que participan en dicha dinámica.

A. ESTIMACIÓN DEL EFECTO DE EL TRATADO EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE GUATEMALA PARA 2007

Con el propósito de tener una apreciación de lo que podría ser el efecto para 2007 de el Tratado en la actividad económica, se realizó una estimación econométrica mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- con observaciones anuales para el período comprendido entre 1990 y 2006 y estimaciones para 2007. El modelo econométrico utilizado considera como variable dependiente el producto interno bruto en términos reales y como variables independientes o explicativas la inercia del producto interno bruto en términos reales (es decir, la variable dependiente rezagada un período), las exportaciones de bienes, las importaciones de bienes y la inversión extranjera directa.

El referido modelo puede expresarse de la manera siguiente:

$$\Delta PIB = f(\Delta PIB(-1), \Delta X, \Delta M, \Delta IED)$$

Obteniendo:

$\Delta PIB_t = \alpha_1 + \alpha_2 \Delta PIB_{t-1} + \alpha_3 \Delta X_t + \alpha_4 \Delta M_t + \alpha_5 \Delta IED_t + \varepsilon_t$	(1)
---	------------

En donde:

ΔPIB_t	=	Tasa de variación del PIB real en el año t
ΔPIB_{t-1}	=	Tasa de variación del PIB real en el año $t - 1$
ΔX_t	=	Tasa de variación de las exportaciones de bienes en el año t
ΔM_t	=	Tasa de variación de las importaciones de bienes en el año t
ΔIED_t	=	Tasa de variación de la inversión extranjera directa en el año t
α_i	=	parámetros a estimar ($i = 1, 2, \dots, 5$)
ε_t	=	término de error en el año t

Cabe mencionar que el modelo fue estimado con base en datos anuales observados, del período 1990-2006 y estimaciones para 2007, como se indicó.

Los resultados de la aplicación del referido modelo se presentan a continuación.

Variable	Coefficientes	Estadístico t	Probabilidad
$\Delta PIB(-1)$	0.791232	6.260947	0.0001
ΔX	0.040156	2.686600	0.0212
ΔM	0.060009	4.909388	0.0005
ΔIED	0.007106	1.425773	0.1817
R^2	0.867263	F estadístico	17.96767
R^2 ajustado	0.818995	Probabilidad	0.000087

Nota: Las pruebas estadísticas corresponden a un nivel de significancia de 10%.

Por tratarse de un modelo en primera diferencia, para afinar el cálculo del efecto de el Tratado en la tasa de crecimiento económico, se transformó la ecuación (1) a la forma siguiente:

$\Delta PIB_t = \alpha_2 \Delta PIB_{t-1} + w_t$	(2)
--	-----

En donde $w_t = \alpha_1 + \alpha_3 \Delta X_t + \alpha_4 \Delta M_t + \alpha_5 \Delta IED_t + \varepsilon_t$. Entonces, para $t + 1$, la ecuación (2) se convierte en:

$$\Delta PIB_{t+1} = \alpha_2 \Delta PIB_t + w_{t+1} = \alpha_2 (\alpha_2 \Delta PIB_{t-1} + w_t) + w_{t+1}$$

Que equivale a:

$$\Delta PIB_{t+1} = \alpha_2^2 \Delta PIB_{t-1} + \alpha_2 w_t + w_{t+1}$$

De la ecuación anterior se puede estimar el efecto en ΔPIB_{t+1} , debido a un cambio en w_t , asumiendo que w_{t+1} permanece constante. Este efecto viene dado por:

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} = \alpha_2$	(3)
---	-----

Con la anterior ecuación es posible calcular el efecto de un incremento unitario en las exportaciones, en las importaciones y en la inversión extranjera directa sobre el crecimiento económico. Lo anterior puede calcularse mediante la regla de la cadena:

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta X_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta X_t} = \alpha_2 \alpha_3$	(4)
$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta M_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta M_t} = \alpha_2 \alpha_4$	(5)
$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta IED_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta IED_t} = \alpha_2 \alpha_5$	(6)

De esta forma, para medir el efecto que sobre la tasa de crecimiento económico se obtendría de un incremento de uno por ciento en las exportaciones, en las importaciones y en la inversión extranjera directa, sería de la manera siguiente:

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta X_t} = (0.791232)(0.040156) = 0.031772712$	(7)
$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta M_t} = (0.791232)(0.060009) = 0.047481041$	(8)
$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta IED_t} = (0.791232)(0.007106) = 0.005622495$	(9)

1. Efecto de las exportaciones de bienes

Con el propósito de medir el efecto del incremento de las exportaciones en la tasa de crecimiento del PIB real para 2007, se consideraron las estimaciones de la USITC⁵⁴ y las del FMI⁵⁵.

La USITC estima que el Tratado podría generar un incremento adicional en las exportaciones de la región centroamericana a los Estados Unidos de América de 12.44 puntos porcentuales en el corto plazo. Para el caso de Guatemala se consideró el peso relativo de las exportaciones del país respecto de la región (el cual es de 25.10%). Con base en esa proporción, se considera que el aumento adicional que podrían registrar las exportaciones del país para 2007 sería de 3.12 puntos porcentuales. En ese contexto, el impacto del referido crecimiento de las exportaciones en el PIB real para 2007 sería de 0.10 puntos porcentuales (0.031772712×3.12).

Por su parte, el FMI estima que el Tratado podría generar un aumento adicional en las exportaciones de la región centroamericana a los Estados Unidos de América de 28.00 puntos porcentuales en el corto plazo. Para el caso de Guatemala, al igual que en el ejercicio anterior, se consideró el peso relativo de las exportaciones del país respecto de la región, que es de 25.10%. Tomando en cuenta esa proporción, se considera que el aumento adicional que podrían registrar las exportaciones del país para 2007 sería de 7.03 puntos porcentuales. En ese contexto, el impacto del referido crecimiento de las

⁵⁴ United States International Trade Commission "US-Central America-Dominican Republic Free Trade Agreement: Potential Economy wide and Selected Sectorial Effects", 2004.

⁵⁵ Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper 243 "América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional", 2005.

exportaciones en el PIB real para 2007 sería de 0.22 puntos porcentuales (0.031772712×7.03).

2. Efecto de las importaciones de bienes

Aun cuando la USITC y el FMI no calculan el efecto de el Tratado en el crecimiento de las importaciones de bienes de la región centroamericana, la evidencia internacional en materia de acuerdos de libre comercio sugiere que el hecho de producir para exportar conlleva también una mayor demanda de importaciones, dado que cada unidad producida requiere de componentes importados. Con esa base, se considera que a fin de obtener una aproximación de dicha evidencia, para calcular el efecto marginal de el Tratado en las importaciones, es factible utilizar el crecimiento adicional estimado para las exportaciones, el cual proviene de los estudios de las entidades citadas (12.44 puntos porcentuales según la USITC y 28.00 puntos porcentuales según el FMI). Cabe indicar que dichos porcentajes se refieren al aumento adicional en el crecimiento del total de exportaciones de la región, no así al efecto marginal que se observaría en cada uno de los países signatarios de el Tratado. En ese sentido, se tomó como referencia el peso relativo de las importaciones guatemaltecas respecto de las importaciones totales de la región, el cual se ubica en 30.70%. Tomando en cuenta las estimaciones de la USITC, el impacto del crecimiento adicional estimado para las importaciones en el PIB real del país para 2007 sería de 0.18 puntos porcentuales (0.047481041×3.82).

Por su parte, si se toman en cuenta las estimaciones del FMI, el impacto del incremento adicional en las importaciones en el PIB real del país para 2007 sería de 0.41 puntos porcentuales (0.047481041×8.6).

3. Efecto de la inversión extranjera directa -IED-

Con el propósito de estimar el impacto adicional en el crecimiento del PIB real del país para 2007 proveniente de la IED, se tomó como referencia la experiencia mexicana con la entrada en vigencia del Tratado de Libre

Comercio de América del Norte (NAFTA), en la que, según el FMI⁵⁶, los flujos de inversión extranjera directa se incrementaron significativamente (aproximadamente 123.0 puntos porcentuales). Con ese parámetro, se consideró que para el caso de Guatemala la inversión extranjera directa podría incrementarse adicionalmente en alrededor de 65.34 puntos porcentuales (alrededor de la mitad de lo que experimentó México⁵⁷). En ese contexto, el impacto adicional en el PIB real del país para 2007 sería de 0.37 puntos porcentuales (0.005622495×65.34). Dado que para este caso, se tiene únicamente una estimación, la misma sirve para los dos escenarios que se plantearon para las otras dos variables explicativas.

4. Efecto total

De acuerdo con los cálculos realizados, y tomando en cuenta el efecto estimado en las exportaciones de bienes en las importaciones de bienes y en la IED, se obtendrían los resultados siguientes:

a) En el primer escenario, con un incremento adicional de 3.12 puntos porcentuales en las exportaciones, de 3.82 puntos porcentuales en las importaciones y de 65.34 puntos porcentuales en los flujos de IED, el impacto total adicional en el PIB real para 2007 sería de 0.67 puntos porcentuales.

b) En el segundo escenario, con un crecimiento adicional de 7.03 puntos porcentuales en las exportaciones, de 8.60 puntos porcentuales en las importaciones y de 65.34 puntos porcentuales en los flujos de IED, el impacto total adicional en el PIB real para 2007 sería de 1.05 puntos porcentuales.

En el contexto descrito y de acuerdo con los resultados obtenidos, el efecto adicional en el crecimiento del PIB real del país para 2007, derivado de el Tratado, se estima podría ubicarse en un rango de entre 0.67 puntos porcentuales y 1.05 puntos porcentuales.

⁵⁶ Ibid, Ocasional Paper 243, página 17.

⁵⁷ Esta es una proxy que se basa en la observación de la dinámica de la inversión extranjera directa en México antes de la entrada en vigencia del NAFTA, versus la de Guatemala. En efecto, según cifras oficiales, México registró tasas de crecimiento de la referida variable mucho mayores a las observadas en Guatemala. Por ejemplo, en tanto que en México en los tres años previos a la vigencia de el Tratado la IED creció a una tasa anual de 23%, en Guatemala dicha tasa fue de 15%. Con ello se podría colegir, por lo tanto, que el aumento de la IED en el primer año de vigencia del DR-CAFTA, si bien se estima positivo, sería menor al que en se observó en el referido país.



Por último, cabe reiterar que este es sólo un ejercicio que pretende generar una apreciación, aunque imperfecta por las limitaciones de información y calidad de estadísticas disponibles, de los efectos de el Tratado sobre la tasa de crecimiento del país; sin embargo, es ilustrativo indicar que los resultados obtenidos de alguna manera coinciden con lo que recientemente los expertos internacionales han venido señalando sobre esta temática. En efecto, según dichos expertos, dado que desde la segunda mitad de los años noventa las economías de la región han venido aumentando su apertura externa, por esta vía se espera un impacto marginal en el corto plazo y más bien los impactos positivos para 2007 de el Tratado se concretarían a un aumento de la inversión, en especial de la extranjera directa, como consecuencia de expectativas favorables asociadas a un mejor clima de negocios en la región. En este sentido, se podría prever que en un inicio el impacto positivo se derive del aumento de la inversión en la región, en tanto que en forma gradual, en la medida en que la estructura productiva de la región se haga más eficiente, el comercio exterior tomaría cada vez más importancia. Todo lo anterior, impactaría a cada país de la región según la celeridad con que adopten las reformas institucionales necesarias para acceder a tales beneficios.

ANEXO 4

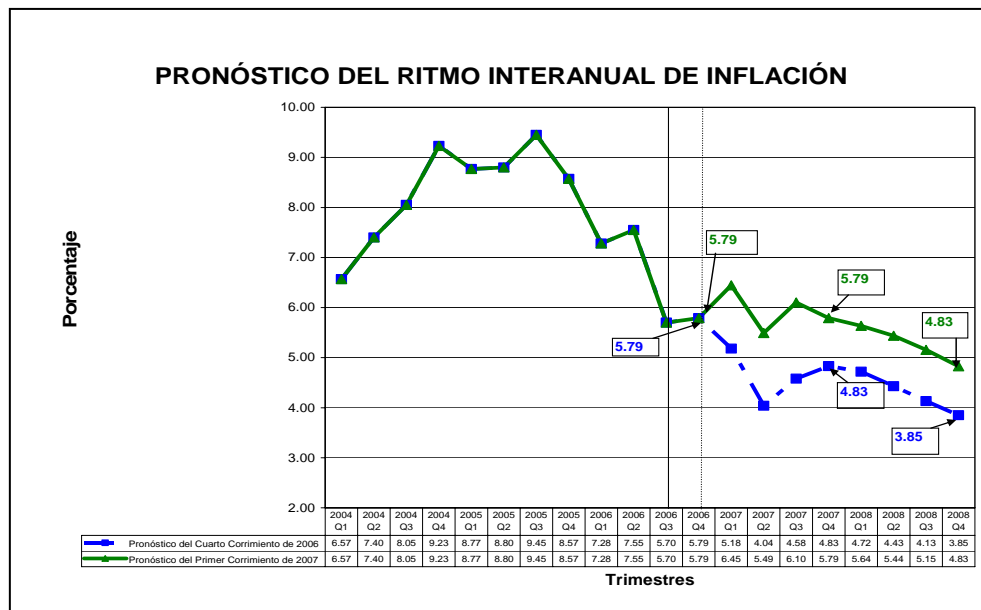
DISCUSIÓN SOBRE TEMAS DE COYUNTURA, BASADOS EN MÉTODOS CUANTITATIVOS

A. RESULTADOS DEL PRIMER CORRIMIENTO DE 2007 DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

1. Pronósticos de inflación de mediano plazo

En febrero de 2007 se llevó a cabo el primer 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.

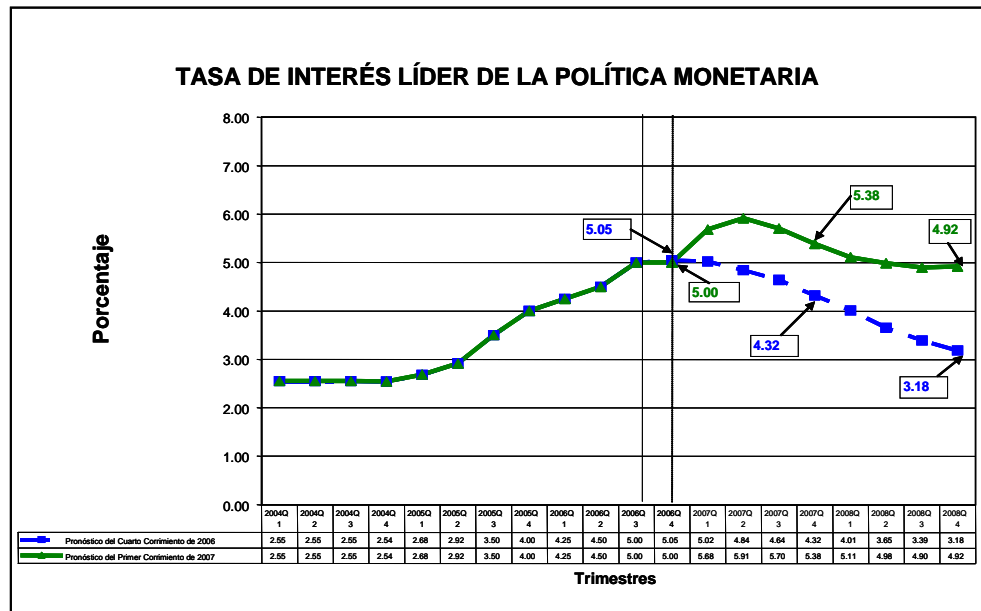
En ese sentido, en la gráfica siguiente se ilustra el referido pronóstico de inflación de mediano plazo obtenido por medio del MMS.



Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del primer corrimiento de 2007 (línea continua con triángulos), para el cuarto trimestre de 2007 se espera que la inflación interanual se sitúe en 5.79%, mientras que para el cuarto trimestre de 2008 se espera que dicha variable se sitúe en 4.83%. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo

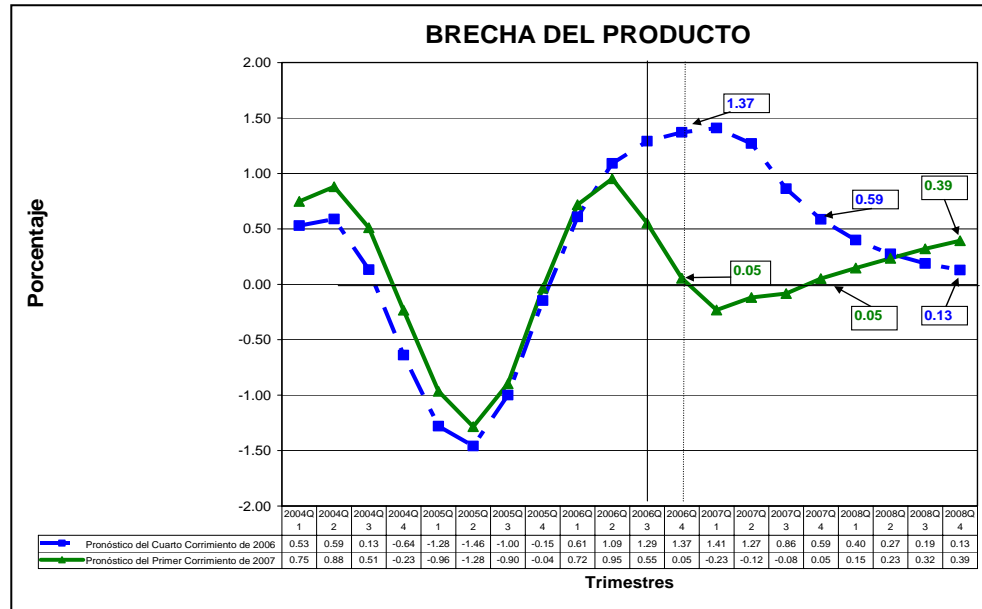
una política monetaria activa que conduzca a la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁵⁸.

En otras palabras, se supone que el Banco Central implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria. En la gráfica siguiente se ilustra la trayectoria de dicha tasa (línea continua con triángulos) que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.

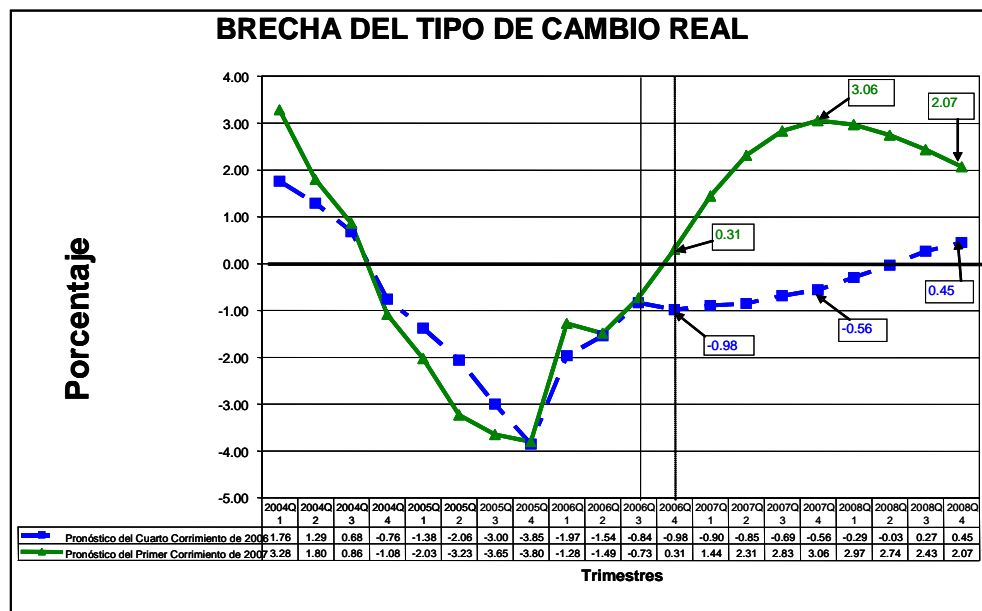


El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el cuarto trimestre de 2006 fue de 5.00%, mientras que para el primero y segundo trimestres de 2007, de acuerdo con el primer corrimiento del MMS en 2007, dicha tasa de interés se situaría en promedios trimestrales de 5.68% y 5.91%. A partir del tercer trimestre de 2007 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en 5.70% y 5.38%, en los trimestres tercero y cuarto de 2007, respectivamente, así como en 5.11%, 4.98%, 4.90% y 4.92% en los cuatro trimestres de 2008, en su orden.

⁵⁸ El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo converja a una tasa de 3% anual.



En relación con la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica anterior, la brecha del producto⁵⁹ ha sido positiva pero decreciente desde el segundo hasta el cuarto trimestres de 2006; luego, del primero al tercer trimestres de 2007 adoptaría valores negativos pero crecientes y pasaría a ser positiva y creciente del cuarto trimestre de 2007 al cuarto trimestre de 2008. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario (cero).



⁵⁹ 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 de producto interno bruto que no induce presiones inflacionarias ni desinflacionarias en la economía.

La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁶⁰ consistente con los pronósticos reportados puede apreciarse en la gráfica anterior (línea continua con triángulos). De acuerdo con tal gráfica, la brecha del tipo de cambio real fue positiva en el cuarto trimestre de 2006 (0.31%), lo que indicaría que el quetzal estaría depreciado en términos reales, en comparación con su valor de equilibrio de largo plazo. Luego, según el pronóstico, la brecha positiva aumenta desde el primer trimestre de 2007 (1.44%) hasta el cuarto trimestre de 2007 (3.06%), para luego reducirse y tender a converger a cero (valor estacionario) en el largo plazo.

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

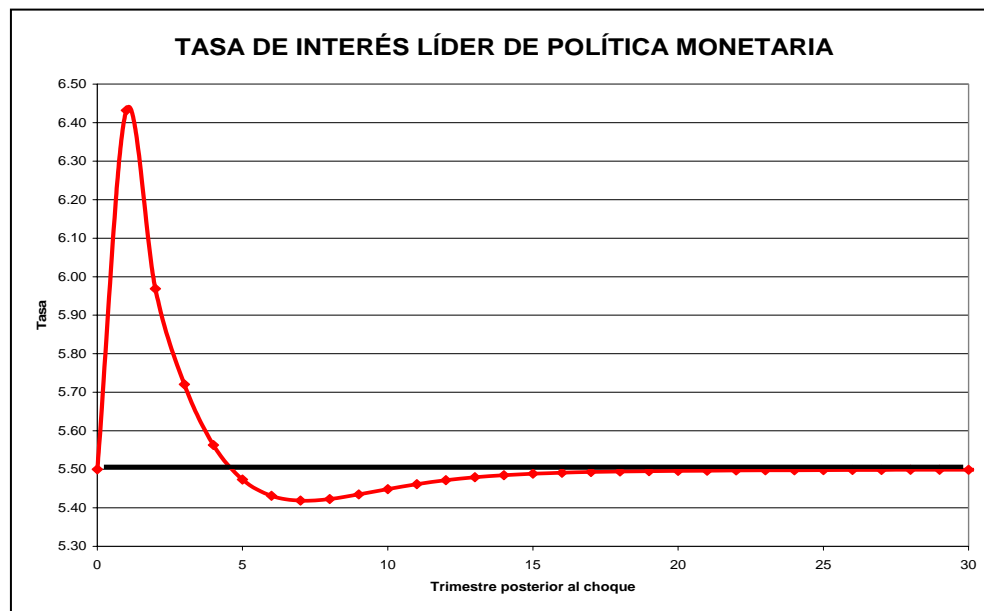
El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del análisis de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente en estado estacionario; 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.

La gráfica siguiente ilustra el impacto de un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable luego del impacto. El valor de estado estacionario⁶¹ de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración

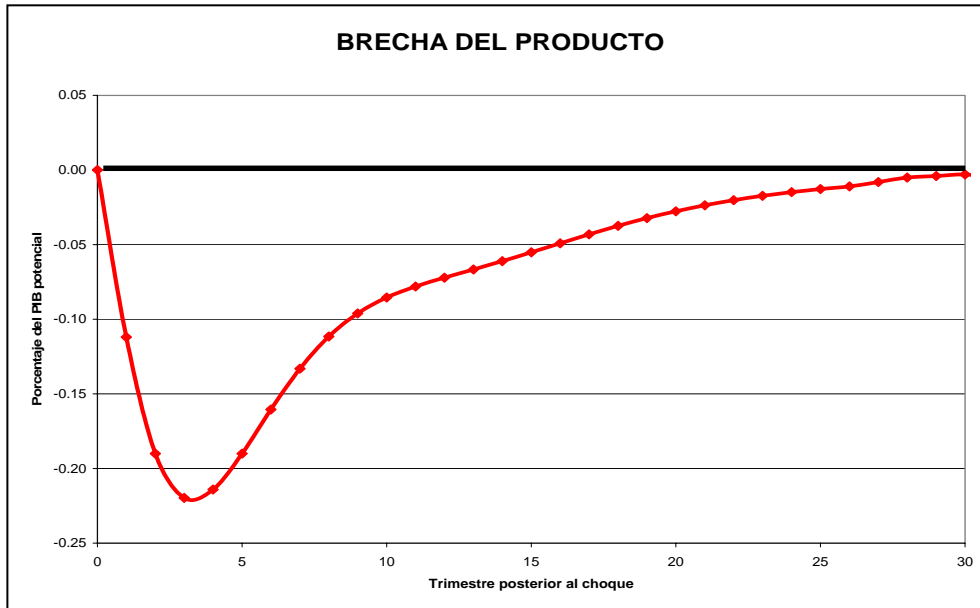
⁶⁰ La brecha del tipo de cambio real se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el valor tendencial (o valor de equilibrio) de dicha variable, medida como porcentaje del tipo de cambio real tendencial o de equilibrio.

⁶¹ 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.

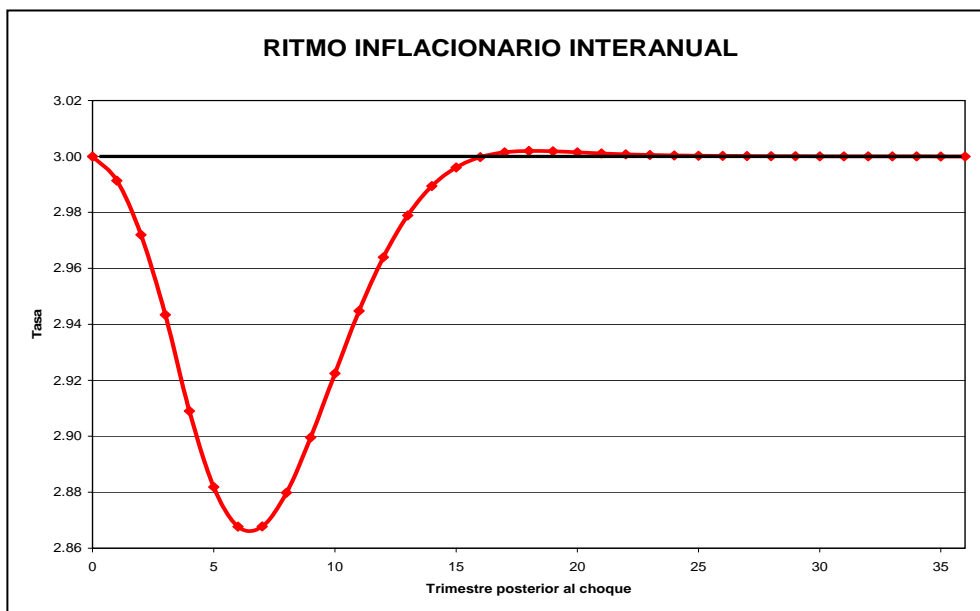
total del impacto es de aproximadamente dieciséis trimestres, luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cuatro trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del quinto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel, y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.



La gráfica siguiente ilustra el efecto del incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la 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 0.22%, 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 el largo plazo.



Tal como se ilustra en la gráfica siguiente, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria genera una disminución creciente de la tasa de inflación, la cual llega a 2.87% en el sexto trimestre; seguidamente, dicha tasa converge lentamente a su estado de equilibrio de largo plazo. Cabe mencionar que un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria, conduce a una disminución acumulada en 14 trimestres de 0.24 puntos porcentuales.



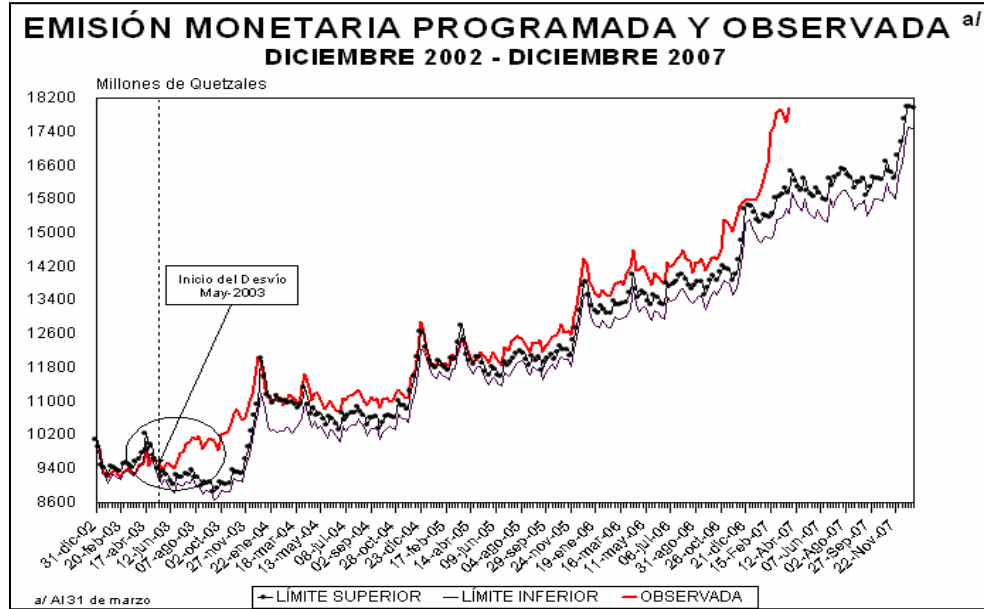


B. EFECTO DE LOS DESVÍOS DE LA EMISIÓN MONETARIA EN EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

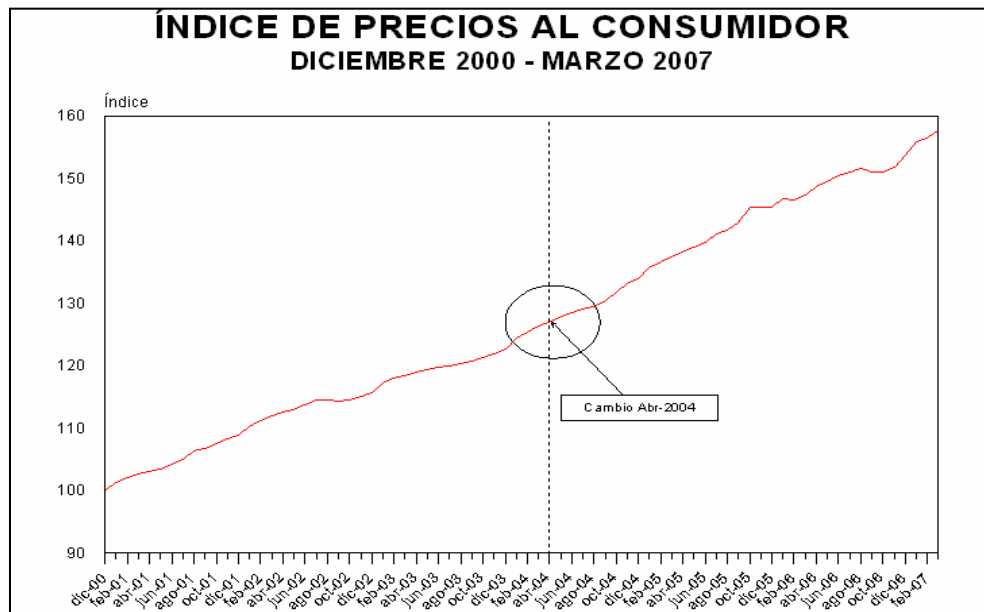
El presente apartado tiene como propósito determinar el efecto que puede tener el desvío de la emisión monetaria sobre el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Para tal propósito, se construyó un modelo econométrico para establecer el grado de sensibilidad del IPC ante variaciones en el desvío de la emisión monetaria.

El modelo incluye observaciones mensuales comprendidas entre diciembre de 2000 y marzo de 2007. Además, incorpora una variable dicótoma (*dummy*) con el objetivo de diferenciar los períodos en los cuales ha existido desvío en la emisión monetaria respecto del límite superior del corredor programado para dicha variable.

De conformidad con lo mencionado, la evaluación del efecto del desvío de la emisión monetaria en el IPC requiere hacer un análisis econométrico de cambio estructural, para el cual se consideró conveniente iniciar con un análisis gráfico que pudiera evidenciar si la variable dependiente efectivamente muestra un cambio de comportamiento a partir de la existencia de los referidos desvíos. En ese sentido, en la gráfica siguiente se muestra el comportamiento de la emisión monetaria observada respecto de su corredor programado en el período comprendido entre diciembre de 2002 y diciembre de 2007. En dicha gráfica se evidencia que la emisión monetaria ha tenido desvíos, por lo general, por encima del límite superior del citado corredor, los cuales se iniciaron en mayo de 2003.



Por otra parte, en la siguiente gráfica se muestra la serie del IPC comprendida entre diciembre de 2000 y marzo de 2007, en la cual se observa que existe un aparente cambio estructural (que podría ser de nivel o de tendencia) doce meses después de la fecha en que se empezaron a registrar desvíos en la emisión monetaria.



Por lo indicado, para determinar si efectivamente se da el cambio estructural en la emisión monetaria y si el cambio es de nivel o de tendencia, se utilizó la prueba de *Chow*⁶². El resultado de dicha prueba indica con un 95% de confianza que la referida serie presenta un cambio estructural coincidente con el detectado en el análisis gráfico (abril de 2004), pero dicha prueba no permite establecer si el cambio estructural es de nivel o de tendencia. En ese sentido, se hicieron dos regresiones econométricas⁶³ las cuales dividen el período en dos partes: la primera, antes del efecto del desvío de la emisión monetaria (de diciembre de 2000 a marzo de 2004) y, la segunda, después de iniciado el citado efecto (de abril de 2004 a marzo de 2007). El resultado de ambas regresiones indica que estadísticamente existe un cambio en la pendiente de la regresión, lo cual confirmaría que el cambio estructural es de tendencia.

Considerando lo anterior, se procedió a hacer el análisis de elasticidad emisión-IPC utilizando un modelo econométrico. Con base en los resultados obtenidos del mismo se puede concluir que, en ausencia de desvíos en la emisión monetaria, la elasticidad emisión-IPC es de 0.54822, lo que significa que ante variaciones de 1.0% en el nivel de la emisión monetaria, el IPC varía en aproximadamente 0.55%, con un rezago de 12 meses. Por otra parte, si se considera el efecto de los desvíos en la emisión monetaria, dicho coeficiente sube a 0.55185 (0.54822 + 0.00363) y el rezago permanece en 12 meses.

Adicionalmente, es importante resaltar que a pesar de que los desvíos observados durante el primer trimestre de 2007 son considerablemente más altos que los registrados en años anteriores, aún no se puede determinar con certeza el efecto de éstos sobre el IPC, en virtud de que, como se indicó, dichos efectos ocurren con un rezago de 12 meses.

⁶² La prueba de Chow consiste en estimar el modelo econométrico original dividiendo la muestra en dos subperíodos en el punto en el que se da un cambio de comportamiento, evaluando si existen diferencias significativas entre ambos subperíodos; de ser este el caso, entonces existiría un cambio estructural.

⁶³ El modelo utilizado tiene la siguiente forma funcional: $IPC_t = \beta_0 + \beta_1 \text{dummy} + \beta_2 \text{emisión_monetaria}_{t-12} + \beta_3 \text{emisión_monetaria}_{t-12} \text{dummy} + \text{residuos}$. Si los coeficientes asociados a la variable dicótoma son estadísticamente significativos, el cambio estructural sería de nivel o de pendiente. En nuestro caso, sólo β_3 resultó ser significativo, por lo que el cambio estructural es de pendiente (tendencia).