

BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT - 1 / 2008



INFORME DE
POLÍTICA MONETARIA
A MARZO 2008

GUATEMALA, MAYO 2008



ÍNDICE
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2008

I.	SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	ENTORNO EXTERNO	1
C.	INFLACIÓN	1
D.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA	2
E.	MERCADO MONETARIO	2
F.	MERCADO CAMBIARIO	2
G.	BALANCE GLOBAL	2
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	4
A.	EXTERNO	4
	1. Choques externos de oferta que han incidido en la inflación	4
	2. Perspectivas económicas internacionales	10
B.	INTERNO	12
	1. Balanza comercial a marzo de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y Tipo de cambio nominal	12
	a) Balanza comercial a marzo de 2008	12
	b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	14
	c) Tipo de cambio nominal	15
	i) Comportamiento reciente	15
	ii) Factores que explican la apreciación reciente	15
	iii) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario	16
	2. La actividad económica para 2008	17
	3. Finanzas públicas	20
	a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	20
	4. Sistema financiero	23
	a) Entidades bancarias locales	23
	i) Liquidez bancaria	23
	ii) Cartera crediticia por actividad económica	24
	iii) Calidad de la cartera crediticia	26
	iv) Captaciones bancarias	29

v)	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	29
b)	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	31
i)	Liquidez	31
ii)	Captaciones	32
iii)	Crédito al sector privado	32
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	32
A.	META DE INFLACIÓN	32
1.	Comportamiento de ritmo inflacionario al 31 de marzo de 2008	32
2.	Inflación subyacente	34
3.	Inflación importada	34
4.	Respuesta de política monetaria	35
B.	COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS	36
1.	Liquidez primaria	36
a)	Emisión monetaria	36
b)	Base monetaria amplia	37
2.	Medios de pago	38
3.	Crédito bancario al sector privado	39
a)	Tasa de crecimiento	39
C.	PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2008 Y PARA DICIEMBRE DE 2009	40
D.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL -MMS-	40
1.	Diagrama de abanico	40
2.	Riesgos de inflación del MMS	41
E.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	42
1.	Encuesta de Expectativas de Inflación al panel de analistas privados	42
2.	Expectativas implícitas de inflación	42
F.	TASAS DE INTERÉS	43
1.	De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEM-	43
a)	En moneda nacional	43

i) Por plazo	43
ii) Por fecha de vencimiento	44
b) En moneda extranjera	45
2. Tasa de interés parámetro	46
3. Tasa de interés pasiva de paridad	46
G. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	47
IV. ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO	47
A. MONETIZACIÓN EXTERNA	48
B. ACTIVOS INTERNOS NETOS	48
1. Posición con el sector público	48
2. Posición con bancos y financieras	48
3. Resultado operativo de gastos y productos	48
4 Operaciones de estabilización monetaria	48
C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008	48
V. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	49
A. CONSOLIDACIÓN DE LA INFORMACIÓN DE LAS OPERACIONES INTERBANCARIAS EN EL MERCADO SECUNDARIO DE VALORES	49
VI. RECOMENDACIONES	49
ANEXOS	51

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2008

I. SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria en resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, en la que estableció una meta de inflación de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para diciembre de 2008 y de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2009. La ejecución de la política monetaria desde 2005 se sustenta en el esquema de metas explícitas de inflación, el cual 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 nominal flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como en el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

B. ENTORNO EXTERNO

En lo que va de 2008, la economía mundial continua siendo influenciada por un conjunto de choques, principalmente vinculados a factores de oferta, cuya magnitud, simultaneidad y persistencia generan presiones inflacionarias, tanto en países industrializados como en países con mercados emergentes. En ese sentido, entre los principales choques de oferta, destacan los siguientes.

a) Expectativas de desaceleración mundial, en las que influye una reducción significativa del crecimiento económico de los Estados Unidos de América, asociada a una caída en el mercado inmobiliario de dicho país.

b) Volatilidad en los mercados financieros internacionales, relacionada con problemas en las hipotecas de alto riesgo (subprime).

c) El precio internacional del petróleo y sus derivados registró una tendencia creciente en el primer trimestre de 2008, como resultado de tres factores: el primero, asociado a una oferta mundial de crudo que sigue limitada (caída del nivel de inventarios y estancamiento en la producción del crudo por parte de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo); el segundo, referente a que la demanda mundial de crudo permanece alta (a pesar

de que se prevé una desaceleración económica en los principales consumidores de dicho producto); y, el tercero, relativo a la especulación en el mercado de crudo (debido al estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo, así como a la caída del dólar estadounidense frente a otras monedas duras, principalmente el euro).

d) Los precios internacionales del maíz y del trigo, mostraron en el primer trimestre de 2008 una marcada tendencia al alza, debido a problemas de oferta, a un aumento en la demanda mundial, así como a especulación en los mercados financieros internacionales.

C. INFLACIÓN

El incremento en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, provocó en buena medida que el ritmo inflacionario se acelerará de 8.39% en enero a 9.10% en marzo. En efecto, durante marzo se intensificó el incremento del precio de bienes y servicios asociados a dichos materias primas e insumos, destacando los siguientes: pan, productos de tortillería, gasolinas, gas, leche, papa y electricidad. Vale indicar que el impacto de la inflación importada, como resultado del efecto directo e indirecto del incremento en el precio de los combustibles, fue de 3.65 puntos porcentuales de un ritmo inflacionario total de 9.10%.

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

En cuanto a las condiciones internas, es pertinente subrayar que la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) y los medios de pago han tenido un comportamiento cercano a los valores estimados. En efecto, la emisión monetaria a partir del 7 de febrero se ubicó dentro del corredor programado, mientras que desde esa misma fecha, la base monetaria amplia se situó por debajo del límite inferior del corredor programado. Por su parte, los medios de pago se ubicaron por debajo del límite inferior del corredor estimado, a partir del 21 de febrero. La situación descrita refleja una mejora en las expectativas de los agentes económicos en cuanto al desempeño del sistema bancario, dado que evidencia la desaceleración del numerario en circulación y el mantenimiento del dinamismo de las captaciones



bancarias. Asimismo, destaca la tendencia a la desaceleración que ha mostrado el crédito bancario al sector privado, ubicándose en marzo de 2008 dentro del corredor estimado, lo que aminora las presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria en sus decisiones relativas al nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, analiza el Balance de Riesgos de Inflación, la orientación de las variables indicativas y los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. Con esa base, luego de los seis ajustes realizados en 2007, de 25 puntos básicos cada uno, en el primer trimestre de 2008 dicho cuerpo colegiado elevó la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.50% a 6.75%.

Con los ajustes en la tasa de interés líder de la política monetaria, se persigue activar los tres canales de transmisión de la política monetaria siguientes: a) canal de tasas de interés de largo plazo; b) canal del tipo de cambio nominal; y, c) canal de las expectativas. En cuanto al canal de la tasa de interés, su incidencia comienza a reflejarse en un aumento gradual en las tasas de interés del sistema bancario, en virtud de que la tasa de interés activa promedio ponderado registró un incremento de 20 puntos básicos entre el 31 de diciembre de 2007 y el 27 de marzo del presente año, mientras que la tasa de interés pasiva promedio ponderado del sistema bancario, registró un incremento de 6 puntos básicos en el referido período; en el caso del canal del tipo de cambio nominal, los efectos de éste no se han observado plenamente, en virtud de que el efecto traspaso del tipo de cambio nominal a los precios es bajo para el caso de la economía guatemalteca. En el caso del canal de las expectativas, conforme un análisis empírico se estima que las acciones de política monetaria tienen un efecto importante en la moderación de presiones inflacionarias.

Por otra parte, la política fiscal ha constituido un apoyo a la política monetaria al registrar a marzo del presente año un superávit fiscal, reflejado en un incremento de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala a partir de abril.

Actualmente la política monetaria se desempeña en un escenario internacional complejo (caracterizado por alzas en los precios de las principales materias primas e insumos, desaceleración económica mundial -en particular, la de los Estados Unidos de América- y mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales), por lo que los principales riesgos inflacionarios continúan asociándose, principalmente, al entorno externo. Ante un escenario de tal naturaleza, la política monetaria deberá mantener una

estrecha coordinación con la política fiscal y reaccionar de manera oportuna a efecto de contener presiones inflacionarias que pudieran derivarse de excedentes de demanda interna y de efectos de segunda vuelta. En esa dimensión, las acciones de política monetaria se orientarán a procurar que la inflación se desacelere y, una vez se reduzca la magnitud de los choques externos, converja a las metas de inflación previstas para el mediano plazo.

La Autoridad Monetaria ha reiterado que continuará monitoreando el comportamiento de la inflación y sus principales componentes de origen interno y externo, a efecto de diferenciar los factores que afectan de manera coyuntural el nivel de precios de aquellos factores que pueden ser persistentes, particularmente por los desequilibrios observados en los mercados internacionales.

E. MERCADO MONETARIO

La participación del Banco Central se ha realizado privilegiando el uso de operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado. Aunque el monto de dichas operaciones a marzo de 2008, fue menor respecto de lo programado para el primer trimestre en alrededor de Q133.0 millones; dicho efecto monetizante fue compensado por el aumento de los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por alrededor de Q490.0 millones, tal situación permitió que la emisión monetaria se ubicara dentro de su corredor programado.

F. MERCADO CAMBIARIO

En un contexto de flexibilidad en el que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas, se observó que dicha variable tuvo un comportamiento congruente con su estacionalidad, especialmente durante el primer trimestre; no obstante, en abril se observó volatilidad cambiaria, lo que originó que se activara la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

G. BALANCE GLOBAL

El incremento en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, provocaron en buena medida que el ritmo inflacionario se acelerara de 8.39% en enero a 9.10% en marzo.

No obstante, se considera importante destacar el comportamiento favorable de las variables e indicadores macroeconómicos siguientes: a) el nivel de reservas monetarias internacionales aumentó US\$18.1 millones respecto al nivel observado a diciembre de



2007 (US\$4,320.3 millones), como resultado, principalmente, de rendimientos provenientes de la inversión de las referidas reservas en los mercados financieros internacionales; b) el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, mostrando un comportamiento, en general, consistente con su estacionalidad; aun cuando en abril se ha observado una mayor volatilidad de la esperada, lo que activó la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario; c) la evolución de la actividad económica medida por el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- a marzo de 2008, mostró un comportamiento menos dinámico que el registrado a finales de 2007, pero su ritmo de crecimiento continúa en alrededor de 5%; d) el crédito bancario al sector privado aunque ha venido desacelerándose, en línea con el corredor estimado, continúa presentando un comportamiento dinámico, congruente con la previsión de crecimiento económico y con la meta de inflación establecida en la política monetaria para 2008; y, e) las tasas de interés de largo plazo mantienen un comportamiento estable, aunque sus niveles a finales de marzo son relativamente superiores a los registrado en diciembre de 2007.

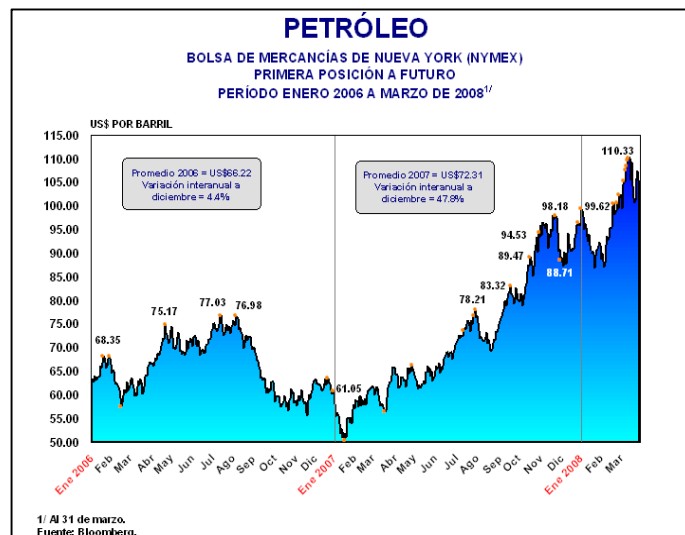


II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. EXTERNO

1. Choques externos de oferta que han incidido en la inflación

Durante el primer trimestre de 2008, el precio promedio del barril de petróleo en la bolsa de mercancías de Nueva York se situó en US\$97.90 por barril, significativamente superior al precio promedio registrado en similar período del año anterior (US\$58.16 por barril). Dicho precio ha venido registrando una marcada tendencia creciente a partir de febrero de 2007, resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de la especulación en el mercado del crudo, particularmente, a la participación de las firmas de inversiones de capitales en el mercado de futuros de energéticos, debido a que la debilidad del dólar estadounidense frente a otras monedas ha hecho que las inversiones en bonos o acciones expresadas en dicha moneda, no sean tan rentables como las inversiones en estos contratos. La cotización histórica más alta en el primer trimestre se registró el 13 de marzo de 2008, fecha en la que el precio por barril se ubicó en US\$110.33.



En el contexto descrito, *Global Insight*¹, empresa que analiza el mercado del petróleo, en un escenario base, proyectó que el precio internacional del crudo en 2008 se mantendría, en promedio, en los niveles siguientes: a) en el segundo trimestre, en US\$102.67 por barril; b) en el tercer trimestre, en US\$95.33 por barril; y, c) en el cuarto trimestre, en US\$88.33 por barril.

Para 2008, *Global Insight* prevé que la demanda mundial de crudo podría crecer en alrededor de 1.0 millón de barriles diarios, lo que situaría la demanda total en 86.74 millones de barriles diarios, en tanto que la oferta total se proyecta que registre un crecimiento de 2.2 millones de barriles diarios, al situarse en 87.77 millones de barriles diarios, lo que daría como resultado un superávit de 1.03 millones de barriles diarios, los cuales incrementarían el nivel de inventarios.

PETRÓLEO OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL

Millones de barriles diarios

		2005	2006	2007 ^{p/}	2008 ^{py/}
OFERTA	MIEMBROS OPEP 1/	34.24	34.34	35.47	37.37
	NO MIEMBROS OPEP	50.25	51.09	50.15	50.40
	TOTAL OFERTA	84.49	85.43	85.62	87.77
DEMANDA	OECD 2/	49.64	49.34	49.06	48.79
	RESTO DEL MUNDO	34.05	35.56	36.69	37.95
	TOTAL DEMANDA	83.69	84.90	85.75	86.74
BALANCE GLOBAL		0.80	0.53	-0.13	1.03

p/ cifras preliminares.

py/ cifras proyectadas.

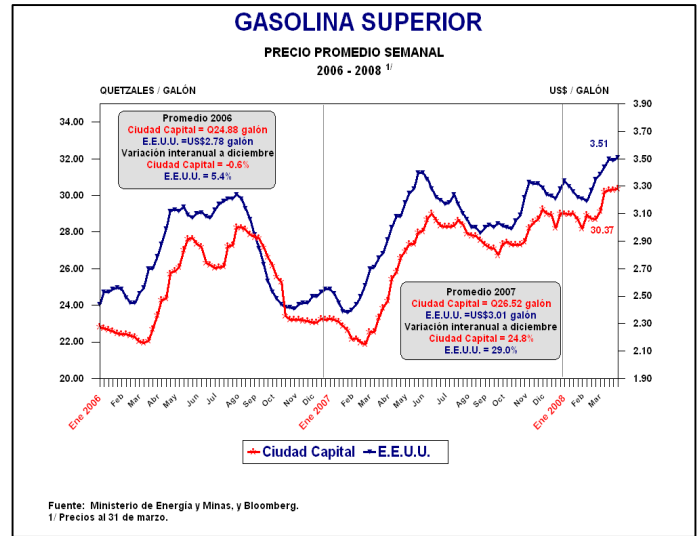
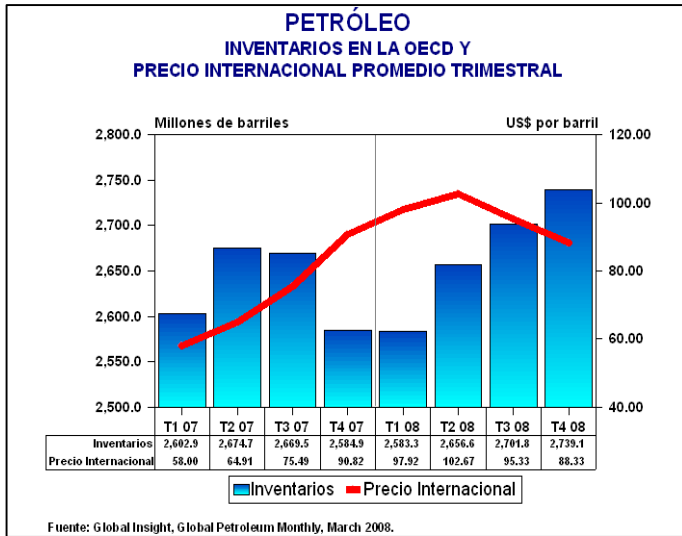
1/ Organización de Países Exportadores de Petróleo (12 países productores).

2/ Organization for Economic Co-operation and Development (30 países industrializados).

Fuente: Global Insight, Global Petroleum Monthly, March 2008.

Los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, durante las reuniones celebradas en noviembre - diciembre de 2007 y en febrero - marzo de 2008, acordaron no modificar el nivel actual de producción de crudo, considerando que la desaceleración económica que se prevé en las principales economías del mundo induzca a una disminución en la demanda de petróleo. Esta situación, combinada con el actual volumen de producción mundial, permitiría durante 2008 incrementar el volumen de los inventarios en los países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, por sus siglas en inglés), aspecto que, según *Global Insight*, originaría una reducción en el precio internacional del crudo en el segundo semestre de 2008.

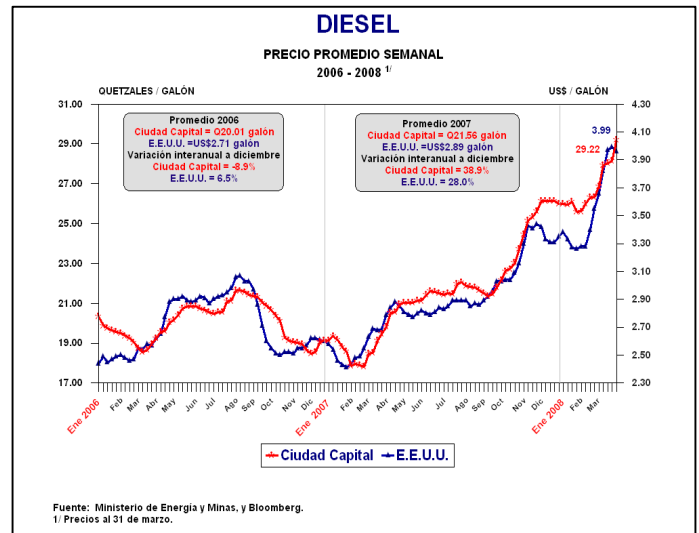
¹ Global Insight, Global Petroleum Monthly, March 2008.



La autoridad monetaria de los Estados Unidos de América, el principal país consumidor de petróleo del mundo, ante la expectativa de una desaceleración en la actividad económica de dicho país, ha reducido la tasa de interés objetivo de fondos federales desde septiembre de 2007 y ha inyectado liquidez en el mercado financiero, con la finalidad, por un parte, de reducir los desequilibrios en el citado mercado y, por la otra, de estimular a las diversas actividades económicas, situación que se traduciría en un incremento en la demanda de crudo. Sin embargo, aun con la aplicación de una política monetaria expansiva, diversas firmas de análisis económico entre ellas *Global Insight*, coinciden en que la economía del referido país registrará una contracción en su crecimiento económico en 2008.

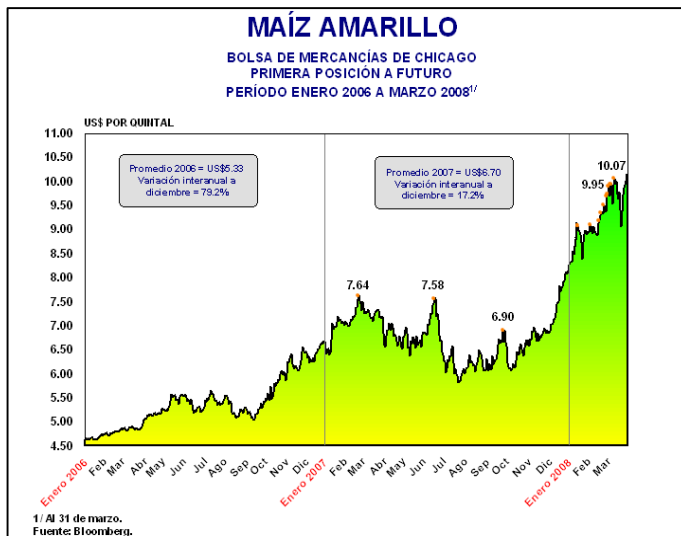
El incremento registrado en el precio internacional del petróleo ha provocado que se eleven los precios de las gasolinas y del diesel. En lo referente a la gasolina superior, desde el primer semestre de 2007, ésta ha venido registrando una tendencia alcista. De esa cuenta, en el mercado de los Estados Unidos de América, durante el primer trimestre de 2008 la gasolina registró un precio promedio de US\$3.34 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala, fue de Q29.26 por galón. Entre las principales causas de la referida tendencia al alza se encuentran la volatilidad en el precio internacional del petróleo, generada por el estrecho margen entre la oferta y la demanda del crudo y la menor capacidad de refinamiento, especialmente por parte de los Estados Unidos de América, debido a labores de mantenimiento y reparación en algunas plantas.

Por su parte, el precio del diesel² registró su mayor cotización en el mercado de los Estados Unidos de América el 24 de marzo de 2008, al situarse en US\$3.99 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala, registró un valor máximo de Q29.22 por galón el 31 de marzo de 2008. La tendencia creciente del precio internacional del diesel se explica por el incremento en la demanda mundial, particularmente de la República Popular China, de Europa y de los Estados Unidos de América, ya que además de su uso como combustible para transporte pesado, se emplea como sustituto del combustible para calefacción.

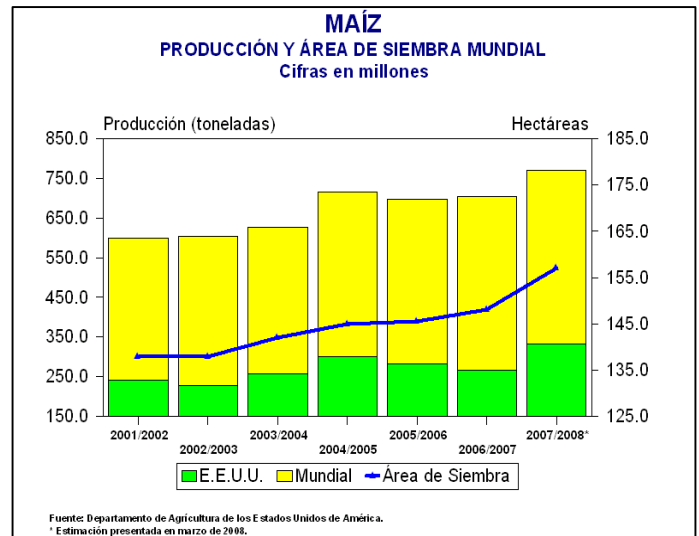


²El diesel no forma parte de la canasta de bienes y servicios que se cotizan para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor -IPC-, su impacto en las cotizaciones de estos bienes y servicios es indirecto.

Como consecuencia de la incidencia negativa generada por el alza del precio internacional del petróleo y sus derivados, algunos países, entre los que destaca los Estados Unidos de América, han promovido el uso de biocombustibles como carburantes, utilizando como materia prima una diversidad de productos agrícolas, entre los que sobresale el maíz para la producción de etanol, lo que ha provocado un alza en el precio internacional de ese grano. En efecto, el precio internacional del maíz amarillo en la Bolsa de Mercancías de Chicago, registró una tendencia al alza desde septiembre de 2006 hasta mediados de febrero de 2007; posteriormente, la tendencia se revirtió hasta agosto de ese mismo año, para iniciar una nueva tendencia al alza, la cual se mantiene a la fecha. La mayor cotización registrada en el precio del maíz se presentó el 11 de marzo de 2008, al situarse en US\$10.07 por quintal.

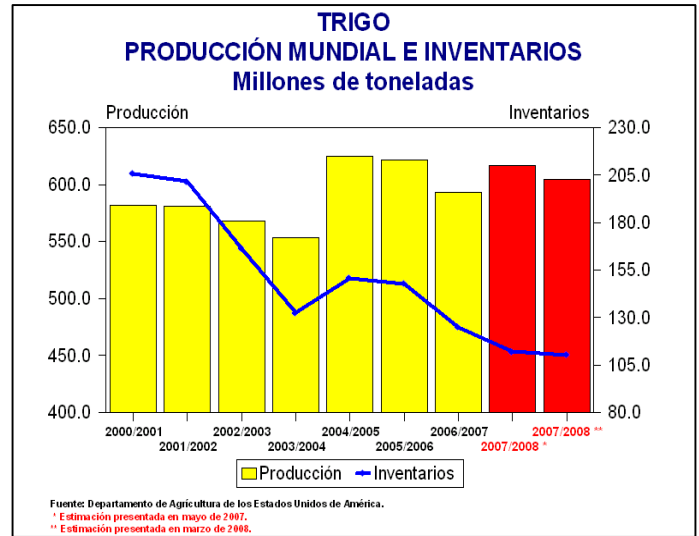
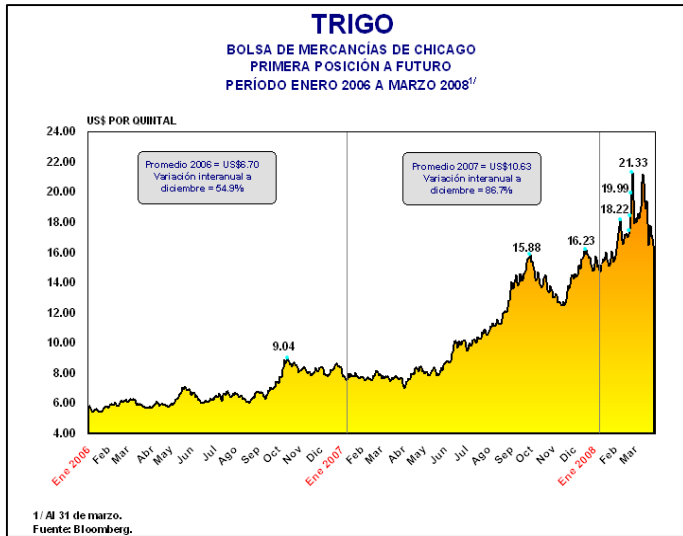


De acuerdo a estimaciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), se prevé que la producción mundial de maíz para la cosecha 2007-2008 se sitúe en 770.2 millones de toneladas, superior a la cosecha 2006-2007 (704.3 millones de toneladas). El incremento en la producción mundial del grano se atribuye a la cosecha de los Estados Unidos de América (el mayor productor de maíz del mundo), país que prevé alcanzar una producción de 332.1 millones de toneladas, superior a la de la cosecha 2006-2007 (267.6 millones de toneladas). Esta producción récord se asocia al incremento en las áreas de siembra destinadas al cultivo de maíz, para cubrir la demanda del grano destinada a la producción de etanol.



Por su parte, el trigo es uno de los principales cereales destinados al consumo humano y, en menor medida, a la alimentación de ganado. El precio de este grano en el mercado mundial ha registrado una tendencia al alza durante los dos últimos años, la cual se atribuye a las reducciones en la oferta mundial, derivadas de daños ocasionados en la producción, especialmente en las dos últimas cosechas, como resultado de factores climatológicos.

El precio internacional del trigo en la Bolsa de Mercancías de Chicago registró una tendencia al alza desde mediados de septiembre de 2006 hasta mediados de octubre de dicho año, manteniéndose en un rango de US\$6.00 y US\$10.00 por quintal hasta abril de 2007. Posteriormente, registró una nueva tendencia alcista que se extendió hasta octubre de 2007, la cual se revirtió a mediados de noviembre de dicho año, para nuevamente mostrar alzas que se mantuvieron hasta mediados de marzo, observando la mayor cotización histórica el 27 de febrero de 2008, al situarse en US\$21.33 por quintal. Durante la segunda quincena de marzo, la tendencia en el precio internacional del trigo registró nuevamente una baja, como resultado del incremento en las áreas de producción destinadas a este grano en los Estados Unidos de América, derivado de los elevados precios registrados desde el segundo semestre de 2007.

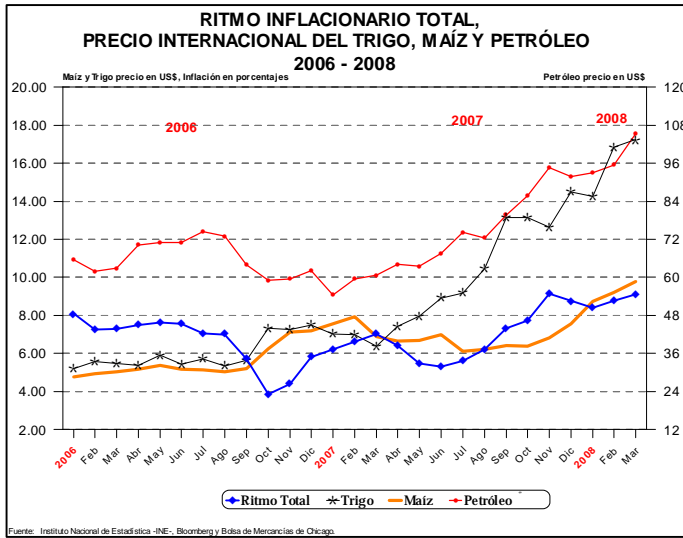


La reducción en la producción prevista para la cosecha 2007-2008, así como de la observada en la cosecha 2006-2007 afectó el precio de este producto. Al respecto, el USDA indicó que el volumen de la producción de trigo de la anterior cosecha (2006-2007) se situó en 593.2 millones de toneladas, cifra inferior en 31.3 millones de toneladas respecto de la cosecha 2005-2006, la cual se situó en 621.5 millones de toneladas. Asimismo, la referida entidad señaló que los daños causados a los cultivos por factores climáticos durante 2007³ ha provocado la reducción en el nivel de la producción mundial. En efecto, en marzo de 2008, el USDA informó que su estimación de la producción mundial de trigo se redujo a 604.9 millones de toneladas, situación que ha provocado que se recurra a la utilización de inventarios para cubrir la demanda del grano, lo que ha propiciado que el precio se mantenga elevado.

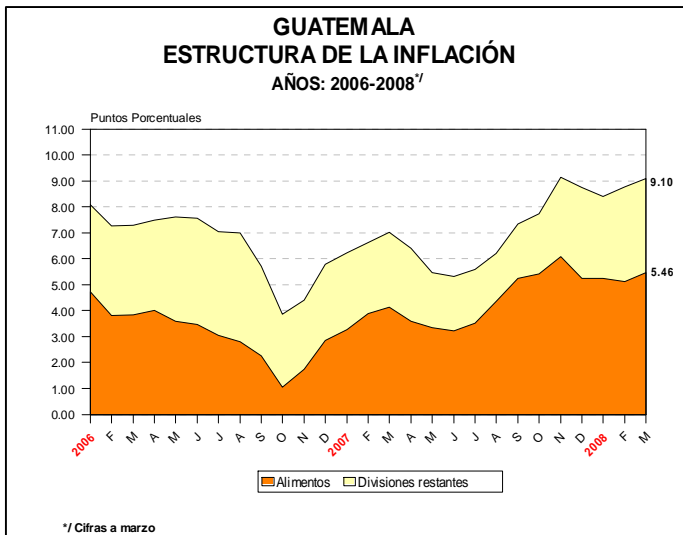
Como resultado de la baja disponibilidad de trigo a nivel mundial, algunos productores han considerado limitar sus exportaciones del grano, con la finalidad de garantizar el suministro interno, tal es el caso de Rusia, país que, aun cuando su volumen de producción previsto aumentará para la presente cosecha, al situarse en 49.4 millones de toneladas (44.9 millones de toneladas para la cosecha 2006-2007), estableció un arancel del 10.0% a las exportaciones de trigo, vigente desde octubre de 2007. De igual forma, Argentina, el quinto exportador mundial del trigo, también modificó a finales de 2007 el arancel a las exportaciones de trigo, incrementándolo de 20.0% a 28.0%. Por su parte, la Unión Europea, grupo de países que históricamente ha sido un exportador neto de cereales, suspendió en noviembre de 2007 los aranceles a las importaciones de trigo, como resultado de los daños en sus plantaciones, debido a factores climáticos. La medida busca garantizar el abastecimiento interno.

Los citados choques de oferta han modificado la trayectoria del ritmo inflacionario, como evidencia de la relación existente entre comportamiento del ritmo inflacionario en Guatemala y el de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo.

³ Fuertes sequías e intensas lluvias en los principales países productores han afectado la presente cosecha. Los países que han sido afectados por sequías son: Canadá, Australia, Italia, Francia (región sur), Rumania, Bulgaria, Turquía, Siria y Marruecos. Los países afectados por lluvias son: Inglaterra, Alemania, Francia (región norte) y, en menor medida, los Estados Unidos de América.



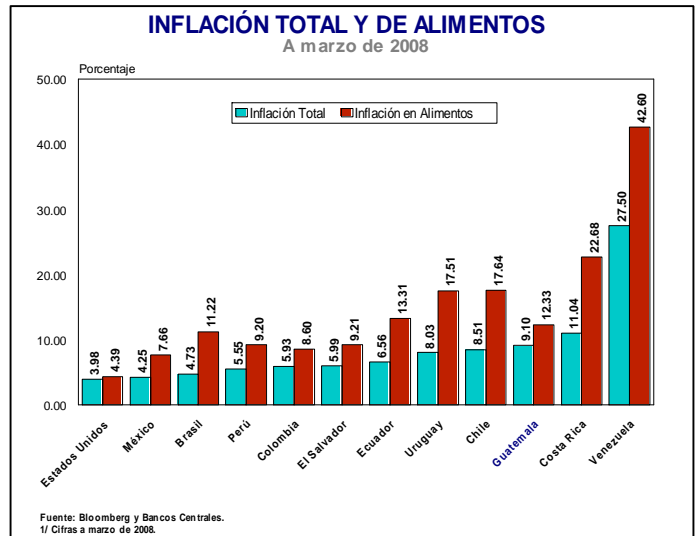
Dentro de los componentes de la inflación, el más afectado ha sido el correspondiente a los alimentos. Durante los últimos dos años, la incidencia de este componente en el ritmo inflacionario total se incrementó significativamente, al pasar de 27% en octubre de 2006 a 60% en marzo de 2008.



De conformidad con el Fondo Monetario Internacional -FMI-, el incremento reciente en la inflación a nivel mundial se ha explicado básicamente por el aumento en los precios de los alimentos y está afectando a la mayoría de países.

Como se observa en la gráfica siguiente, las economías que registran un fuerte incremento en los precios de los alimentos también muestran un aumento significativo de su inflación total, siendo este efecto de mayor magnitud en las economías con mercados emergentes, como es el caso de las economías latinoamericanas, en donde el peso relativo del rubro de alimentos, en la canasta del Índice de Precios al

Consumidor, suele ser más importante que en los países desarrollados.



Según el FMI, el alza en los precios internacionales de los alimentos está asociada a factores de demanda y de oferta de estos productos. Entre los factores de demanda destaca, el aumento sostenido en el consumo de los principales grupos de productos básicos en los últimos 10 años que ha sido más elevado que en décadas anteriores, lo cual obedece a un incremento en el ingreso per cápita y al rápido crecimiento demográfico en algunas de las principales economías emergentes, principalmente, República Popular China, India y algunos países petroleros del Oriente Medio. Por su parte, la oferta internacional de alimentos no ha registrado un ritmo de crecimiento tan acelerado como la demanda, debido a factores estructurales que limitan su proceso productivo. La escasez de oferta de alimentos se ha acentuado por el uso de algunos productos alimenticios en la producción de biocombustibles, los cuales se utilizan como sustitutos a los combustibles tradicionales derivados del petróleo, como consecuencia de los elevados precios internacionales de este último producto.



RECUADRO 1 INFLACIÓN MUNDIAL: PRINCIPALES CAUSAS Y PERSPECTIVAS^{1/}

A. PRINCIPALES CAUSAS

Desde inicios de la presente década se ha observado cierta tendencia al alza en los precios del petróleo y de los alimentos, como consecuencia de la incorporación de países como la República Popular China e India, entre otros, a la demanda mundial, a raíz del aumento en el nivel de vida de sus poblaciones. Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, los aumentos anuales del consumo mundial de los principales productos básicos en el período 2001–2007 fueron más altos que en los años ochenta y noventa. En tal sentido, aunque el crecimiento de la economía mundial fue vigoroso y existió un marcado incremento en la productividad, estos elementos también contribuyeron al mayor aumento de la demanda, debido a que produjeron un fuerte aumento del ingreso per cápita, una rápida industrialización, un uso más intensivo de productos básicos en la economía y un rápido crecimiento demográfico en algunas de las principales economías emergentes (especialmente en la República Popular China, en India y en el Medio Oriente). Todos estos factores han favorecido el rápido crecimiento de la demanda, mientras que la oferta no ha respondido con la suficiente velocidad en los últimos años.

En lo que respecta al alza de precios del petróleo y de sus derivados, cabe mencionar que tales precios han experimentado tanto choques de oferta como de demanda, que han cambiado el escenario mundial de dichos mercados, estimulando alzas constantes en los precios. En efecto, según el FMI, en el mercado petrolero, la demanda de la República Popular China, India y Medio Oriente representó más del 56% del crecimiento del consumo de petróleo en el período 2001–2007, lo que ha provocado un incremento extraordinario de la demanda, ocasionando presiones sobre la oferta que ésta aún no termina de absorber.

Adicionalmente, la industrialización y la urbanización de los mercados emergentes, especialmente en la República Popular China, han incrementado la demanda de electricidad basada en los combustibles. En consecuencia, los precios de otros combustibles -en particular el carbón- también han subido rápidamente en los últimos meses. En algunos casos, el aumento de la demanda de combustibles en algunas economías emergentes también obedece a factores políticos, dado que los precios internos al usuario final están desvinculados de los precios mundiales de mercado y, por lo tanto, su consumo está siendo subsidiado, en particular en las economías exportadoras de petróleo.

Según la Agencia Internacional de Energía, se proyecta que el crecimiento del consumo de petróleo en las economías emergentes y en desarrollo continuará superando el de las economías avanzadas. Para el caso de las economías emergentes, dicho consumo aumentará en alrededor del 3.5% anual en el período 2007–2012, frente al 1% de las economías avanzadas.

En lo que respecta a los mercados de productos básicos no petroleros, las economías emergentes están contribuyendo notablemente al auge de los precios. En efecto, el FMI menciona que, concretamente, “la industrialización y la urbanización de la República Popular China han impulsado el consumo de metales básicos. Durante el período 2000–2006, por ejemplo, la República Popular China contribuyó en alrededor de 90% al aumento del consumo mundial de cobre y acero y en 2006 representó una quinta parte del consumo mundial de trigo, arroz y soya”. De hecho, ese país es el principal importador de soya del mundo y consume un 40% de las exportaciones mundiales de este producto, según la citada institución.

Según el FMI, los biocombustibles han impulsado la demanda de cultivos alimentarios específicos. En efecto, otro factor principal que explica la diferencia entre este auge y los anteriores es el papel de los biocombustibles. Los altos precios del petróleo en los últimos años, junto con la generosa política de apoyo de Estados Unidos de América y de la Unión Europea, han contribuido a incrementar el uso de los biocombustibles, en particular en las economías avanzadas. En 2005, Estados Unidos superó a Brasil como principal productor mundial de etanol y representa más del 80% del uso mundial de biocombustibles. La Unión Europea es el principal productor de biodiesel. La producción de biocombustibles está afectando sustancialmente a los mercados de alimentos -se está desviando entre el 20% y el 50% de los productos destinados al alimento de animales, especialmente el maíz, en los principales países productores, hacia los biocombustibles- aunque no influye en los mercados de productos petroleros, en que los biocombustibles constituyen menos del 1.5% de la oferta de combustible para transporte.

Este cambio está creando una asimetría de los precios, lo que significa que los precios de los productos petroleros están determinando los precios al por menor de los biocombustibles y el crecimiento de los biocombustibles, a su vez, está afectando fuertemente los precios de los productos destinados al alimento de animales (en particular, el etanol es un producto derivado del maíz o de la caña de azúcar). Las decisiones de los Estados Unidos de América y de la Unión Europea sobre el uso de biocombustibles implican que la desviación de los cultivos hacia la producción de tales biocombustibles continuará por lo menos durante cinco años más, cuando la segunda generación de biocombustibles -producidos a partir de materia vegetal no comestible que no compita por la tierra ni por los recursos de agua utilizados para el cultivo de los principales productos alimentarios- sea viable comercialmente. En los Estados Unidos de América, la Ley de la Energía de 2007 casi quintuplica la meta de biocombustibles, hasta 35,000 millones de galones en 2022 y la Unión Europea ha resuelto que el 10% de los combustibles para transporte deben utilizar biocombustibles en 2020, lo que significa que la presión al alza sobre los precios de algunos de los principales cultivos alimentarios se mantendrá durante algún tiempo.

1/ World Economic Outlook, April 2008. Commodity Market Developments and Prospects y Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2007 -CEPAL-.



Otro factor ha sido la lenta respuesta de la oferta, lo que ha ampliado las presiones sobre los precios. El aumento de la demanda por sí solo no puede explicar el alza notable y persistente de los precios de los productos básicos observada en los últimos años. Los factores de la oferta también contribuyen a estas presiones. La lenta respuesta de la oferta en las fases iniciales de este auge impulsado principalmente por la demanda, no fue una sorpresa, dados los límites al incremento de la producción a corto plazo. El exceso de demanda se absorbe por medio de la disminución de las existencias mientras aumentan los precios: un patrón observado en muchos mercados de productos básicos en los últimos años. Dado que la demanda de estos productos tiende a ser inelástica a los precios, los efectos del rápido aumento de los precios en la demanda tienden a ser limitados durante estas fases, lo que en parte explica los grandes picos observados con frecuencia en los mercados de productos básicos.

En adición, recientemente ha surgido un choque de oferta derivado de que países productores de granos básicos a escala mundial, como Vietnam y Argentina, han impuesto restricciones voluntarias a sus exportaciones de arroz, trigo y soya, con el fin de estabilizar sus precios y satisfacer su demanda, lo cual ha exacerbado los precios internacionales de dichos productos.

La interrelación de los diversos mercados ha provocado que éstos transmitan los incrementos de precios al resto de productos alimenticios. Por ejemplo, la demanda de biocombustibles no sólo ha empujado al alza los precios del maíz, sino también los de otros productos alimentarios en cuya producción el maíz se utiliza como insumo (la carne, el pollo y los productos lácteos) o como sustituto. En los Estados Unidos de América, por ejemplo, esta demanda ha ejercido una importante presión al alza sobre los precios de la harina y del aceite de soya, lo que ha contribuido al aumento de los precios de otros aceites comestibles a través de los efectos de sustitución.

En resumen, la economía mundial ha experimentado choques de demanda y de oferta, tanto en el rubro de petróleo como en el de alimentos; dichos rubros impactan directamente la inflación de todos los países, pero principalmente la de los países menos desarrollados, en los cuales una gran proporción del ingreso está destinada a alimentos y transporte, lo que se ve reflejando en los índices de precios y, por ende, en las tasas de inflación.

B. PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIANO PLAZOS

En lo que respecta al comportamiento futuro de los precios, según el FMI, “las economías emergentes siguen impulsado la demanda de algunos productos básicos y es probable que esta tendencia continúe”. Por su parte, según la Organización de Naciones Unidas, es posible que dicho fenómeno se extienda hasta 2010, derivado del crecimiento en la demanda de países como la República Popular China e India. Esto podría indicar que el fenómeno inflacionario se mantendrá en el corto y mediano plazos. Según el informe de la Agencia Internacional de Energía 2007, la República Popular China e India han cubierto aproximadamente un 55% de su población con acceso a energía y ambos países están tratando de integrar a su economía a toda su población, contribuyendo a mejorar la calidad de vida de dos billones de personas, por lo que se estima, según dicho reporte, que el crecimiento de la demanda mundial será de un 50% para 2030 y también se estima que sólo la República Popular China contribuirá con 45% a este incremento.

2. Perspectivas económicas internacionales

Tomando en cuenta la reciente evolución de la economía global, los gestores de política macroeconómica enfrentan, entre otros, los siguientes desafíos: restablecer y fortalecer la estabilidad financiera; consolidar la estabilidad macroeconómica, fundamentalmente en lo referente a la disciplina monetaria; e, implementar las reformas estructurales, especialmente en los mercados financieros, que fortalezcan el crecimiento económico.

Según el FMI, la economía global alcanzaría en 2008 un crecimiento del PIB de 3.7%, sustentado en el crecimiento de las economías con mercados emergentes y en desarrollo, especialmente en el dinamismo económico de la República Popular China y de India. Las economías con mercados emergentes y en desarrollo apoyarán su crecimiento en el aumento de sus exportaciones, así como en la solidez de la inversión tanto interna como extranjera directa, lo cual propiciará un sólido incremento de la productividad en esas economías.

En cuanto a los Estados Unidos de América, se espera un crecimiento económico de 0.5% en 2008

(2.2% en 2007). Esta previsión se fundamenta en la probable continuidad de la volatilidad financiera generada por los problemas en el sector de hipotecas, así como en el debilitamiento de la demanda interna, particularmente de la inversión residencial y del consumo privado. Por su parte, para el referido año se espera que la inflación se sitúe en 3.0% (2.9% en 2007), asociada al mantenimiento de una política monetaria expansiva por parte de la Reserva Federal y a la desaceleración económica prevista.

En Canadá, se estima un crecimiento económico de 1.3% en 2008 (2.7% en 2007), como resultado del debilitamiento de la demanda externa, generado por el menor crecimiento previsto de la economía estadounidense, así como por el deterioro de las condiciones financieras internas. En lo referente a la inflación, se estima que la misma se sitúe en 1.6% (2.1% en 2007), como resultado del menor dinamismo económico esperado.

En el área del euro, la expansión económica esperada para 2008 es de 1.4% (2.6% en 2007). El crecimiento económico de esta área se verá afectado por la menor demanda externa inducida por la apreciación del euro y por la menor confianza de los



agentes económicos inducida por la continuidad de la volatilidad financiera. En lo que respecta a la inflación, se prevé que ésta se ubique en 2.8% (2.1% en 2007), debido a los aumentos de los precios de la energía y al probable relajamiento de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo.

En Japón, se proyecta que la actividad económica para 2008 disminuya a 1.4% (2.1% en 2007), influenciada por un debilitamiento tanto de las exportaciones -inducida por el menor crecimiento global- como de la demanda interna propiciada por el aumento del precio internacional del petróleo y la menor confianza de los consumidores e inversionistas. En lo referente a la inflación, se espera que la misma se sitúe en 0.6% (0.0% en 2007), lo cual está supeditado al incremento del precio de los alimentos y de los combustibles, así como al probable relajamiento de las condiciones monetarias en ese país.

Para las economías en desarrollo de Asia, se espera que alcancen un ritmo de crecimiento económico de 8.2% en 2008 (9.7% en 2007), inducido por la reducción de las exportaciones y por la menor afluencia de capitales foráneos a esta región. En lo concerniente a la inflación, para 2008 se prevé que la misma se sitúe en 5.9% (5.3% en 2007) debido al incremento de los precios internacionales de los alimentos, de las materias primas y de los combustibles.

Las proyección de crecimiento económico para las economías en desarrollo de África, se estima de 6.3% (6.2% en 2007). Según el FMI, esta previsión se sustenta en la mayor estabilidad macroeconómica, en el mayor ingreso de capitales -tanto de portafolio como de inversión extranjera directa- y en el aumento de los precios internacionales del petróleo y de otras mercancías. En el Sub-Sahara, las ganancias provenientes de la exportación de petróleo coadyuvarán a fortalecer la demanda interna. Asimismo, los países no productores de esta región se beneficiarán del crecimiento experimentado por los países productores de crudo y por el incremento de sus exportaciones de mercancías. En relación a la inflación, para 2008 se estima en 7.5% (6.3% en 2007), debido, fundamentalmente, al sobrecalentamiento de las economías generado por la fuerte expansión económica.

En el Oriente Medio, se estima que la actividad económica para 2008 crezca 6.1%, tasa superior a la de 2007 (5.8%). Dicho crecimiento estará sustentado en el aumento del precio internacional del petróleo. La inflación para esta región se prevé se sitúe en 11.5%, mayor a la de 2007 (10.4%), debido al crecimiento del crédito bancario.

Para América Latina y el Caribe, el crecimiento económico proyectado para el presente año es de 4.4% (5.6% en 2007). El menor dinamismo económico

previsto para esta región se sustenta en el deterioro esperado de las condiciones económicas externas, especialmente el menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América. En lo concerniente a la inflación, se espera que en 2008 se sitúe en 6.6%, superior a la observada en 2007 (5.4%).

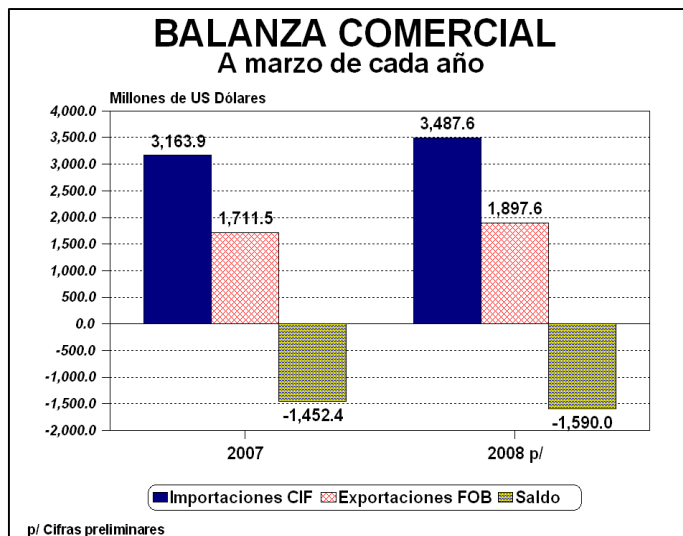
En lo que corresponde a la actividad económica en Centroamérica, se estima que la misma crezca 4.7% en 2008 (6.5% en 2007), debido, básicamente, al debilitamiento de la demanda externa generado por el menor crecimiento previsto para la economía estadounidense, ya que este país es el principal socio comercial de la región centroamericana. En lo referente a la inflación, se espera que la misma se ubique en 8.3%, mayor a la de 2007 (6.7%), lo cual obedece al incremento de los precios internacionales del petróleo y de algunos alimentos.

En cuanto a los países de Europa Central y del Este, se estima que la actividad económica para 2008 crezca 4.4% (5.8% en 2007). El menor crecimiento esperado para esta región se sustenta en una reducción de la demanda tanto interna como externa, especialmente la proveniente de Europa Occidental. La inflación en este grupo de países se espera que se ubique en 6.4%, mayor a la de 2007 (5.6%).

En lo que concierne a los países de la Comunidad de Estados Independientes, se proyecta una desaceleración económica en 2008, con una tasa de crecimiento de 7.0%, porcentaje inferior al registrado en 2007 (8.5%). Entre los factores que explican el probable debilitamiento de la actividad económica se encuentran la reducción esperada del ingreso de capitales foráneos y la continuidad del deterioro de las condiciones financieras externas. En lo referente a la inflación, se espera que ésta se ubique en 13.1%, mayor a la registrada en 2007 (9.7%), debido a los incrementos en los salarios.

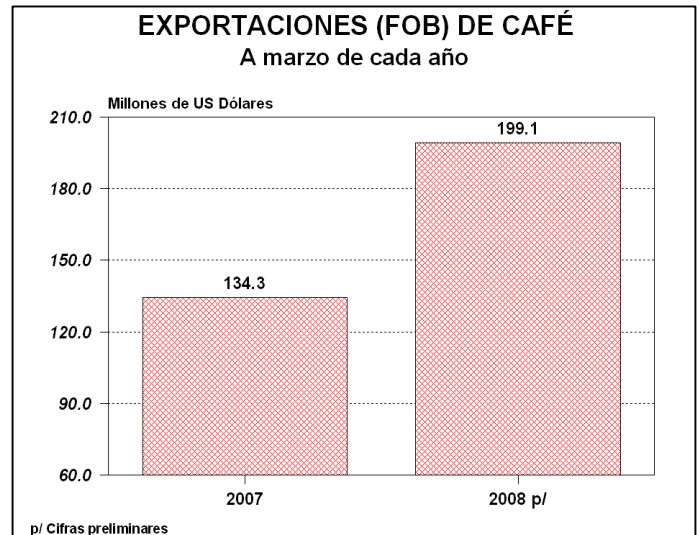
**B. INTERNO****1. Balanza comercial a marzo de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal****a) Balanza comercial a marzo de 2008**

La balanza comercial⁴, a marzo de 2008, registró un saldo deficitario de US\$1,590.0 millones (equivalente a 4.4% del PIB), superior en US\$137.6 millones (9.5%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo (US\$1,452.4 millones, equivalente a 4.3% del PIB). Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 10.9% en el valor de las exportaciones FOB (23.6% a marzo de 2007), al pasar de US\$1,711.5 millones a marzo de 2007 a US\$1,897.6 millones a marzo de 2008 y, por la otra, por el crecimiento de 10.2% en el valor de las importaciones CIF (15.7% a marzo de 2007), al pasar de US\$3,163.9 millones a marzo de 2007 a US\$3,487.6 millones a marzo de 2008.



El valor de las exportaciones de café se situó en US\$199.1 millones, monto superior en US\$64.8 millones (48.3%) en relación a marzo de 2007, lo que se explica por un incremento de 12.5% en el precio medio de exportación y un aumento de 31.7% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$114.66 a marzo de 2007 a US\$129.04 en igual fecha de 2008. Según la Organización Internacional del Café -OIC-, el aumento en el precio medio se asocia a la reducción de las exportaciones del grano por parte de Brasil, como resultado de los daños ocasionados por las sequías que han afectado las áreas de siembra de

dicho país. Por su parte, el volumen exportado en quintales aumentó, al pasar de 1,171.3 miles a marzo de 2007 a 1,542.9 miles en igual período de 2008, debido, principalmente, a las condiciones climáticas favorables para la producción y a la mayor aceptación del grano en los mercados internacionales debido a su alta calidad.

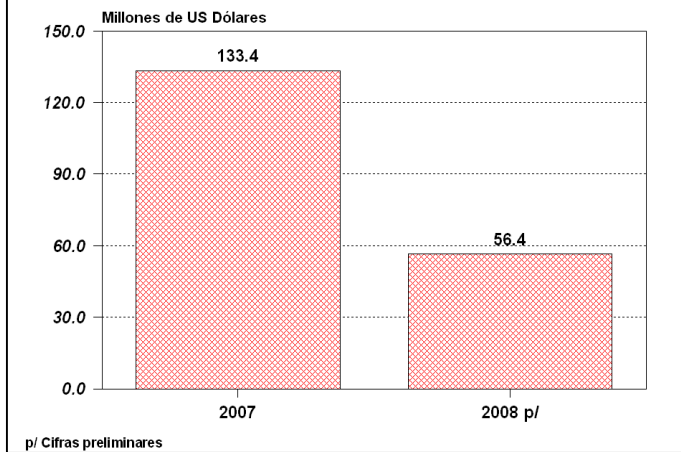


El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$56.4 millones, monto inferior en US\$77.0 millones (57.7%) con relación al registrado a marzo de 2007, como resultado de la disminución de 55.4% en el volumen exportado y de la disminución de 5.1% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales disminuyó, al pasar de 10,463.9 miles a marzo de 2007 a 4,662.6 miles en igual período de 2008. La disminución en el volumen exportado se explica, según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, por el atraso en el envío del producto, derivado de problemas de logística en el transporte marítimo. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal disminuyó de US\$12.75 a marzo de 2007 a US\$12.10 en igual período de 2008. La disminución en el precio medio de exportación se asocia, de conformidad con el servicio informativo Bloomberg, a la recuperación en la producción de azúcar por parte de Brasil y al excedente de producción por parte de India, segundo productor mundial de azúcar.

⁴ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

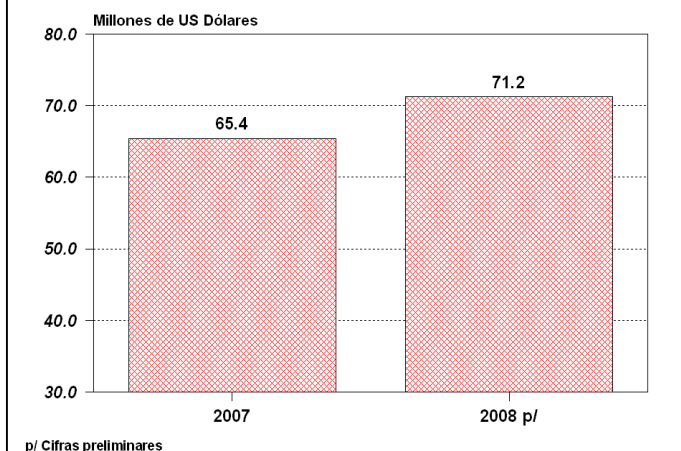


EXPORTACIONES (FOB) DE AZÚCAR A marzo de cada año



En lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$71.2 millones, monto superior en US\$5.8 millones (8.9%) al registrado a marzo de 2007. Dicho resultado obedeció al incremento en el volumen exportado por 791.8 miles de quintales (13.1%) y a la disminución de 3.7% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.83 a marzo de 2007 a US\$10.42 a marzo de 2008. El incremento en el volumen de exportaciones de banano se asocia a la mayor demanda por parte del Reino Unido.

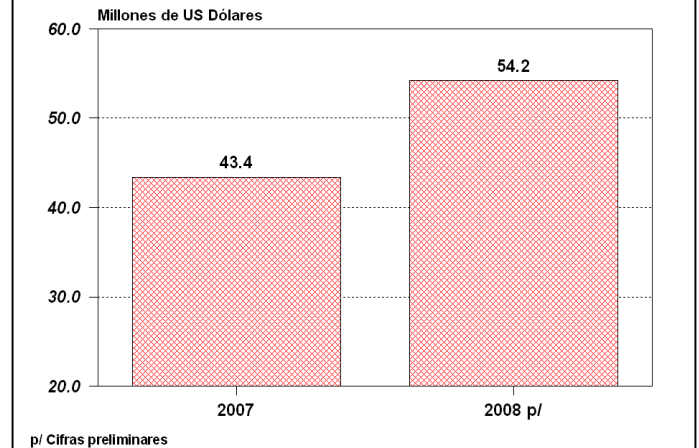
EXPORTACIONES (FOB) DE BANANO A marzo de cada año



El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$54.2 millones, monto superior en US\$10.8 millones (24.9%) al observado a marzo de 2007. Este resultado se explica por el aumento de 38.1% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$193.12 a marzo de 2007 a US\$266.61 a marzo de 2008, a pesar de que se registró una disminución en el volumen exportado de 21.4 miles de quintales. De

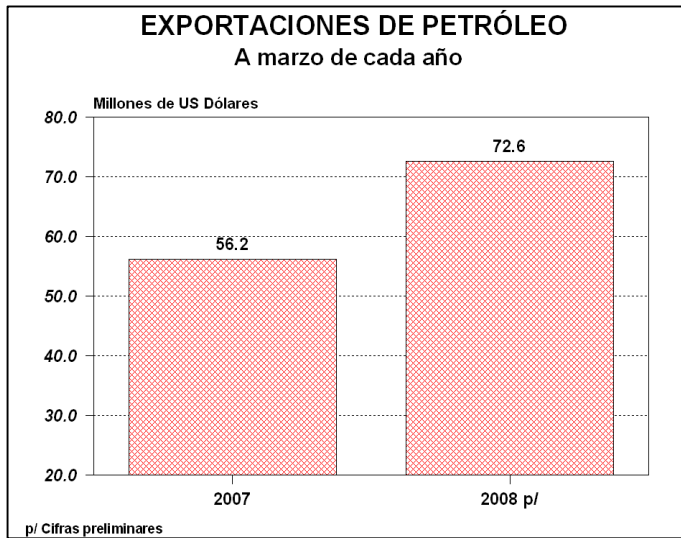
conformidad con la firma *Karvy Comtrade Limited*, especializada en el mercado de mercancías de India, el incremento del precio del cardamomo se debe a la reducción en la producción por parte de Guatemala y de India, principales países productores de cardamomo, así como al incremento de la demanda mundial.

EXPORTACIONES (FOB) DE CARDAMOMO A marzo de cada año



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a marzo de 2008 se situó en US\$72.6 millones, monto superior en US\$16.4 millones (29.2%) al registrado al mismo período de 2007, lo que se explica por el incremento en el precio medio de exportación por barril que se situó en US\$68.52, mayor en US\$32.41 (89.8%) al observado a marzo de 2007, a pesar de que el volumen exportado disminuyó, al pasar de 1,556.4 miles de barriles a marzo de 2007 a 1,059.6 miles a marzo de 2008. El alza en el precio internacional del petróleo fue inducida, principalmente, por la reducción de los inventarios del crudo en los Estados Unidos de América⁵. Por su parte, la disminución en el volumen exportado, se asocia a la merma en la producción nacional.

⁵ El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$97.90 a marzo de 2008), 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\$1,444.1 millones, monto superior en US\$165.3 millones (12.9%) respecto a marzo de 2007. Este resultado obedece a los incrementos de US\$76.7 millones (17.6%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana, de US\$37.8 millones (15.8%) de las exportaciones destinadas al resto del mundo, así como de US\$50.8 millones (8.4%) de las exportaciones de maquila, respecto de igual período de 2007.

En lo que respecta a exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en los rubros de productos químicos por US\$44.5 millones; productos alimenticios por US\$7.3 millones; productos de vidrio por US\$4.9 millones; artículos plásticos por US\$4.2 millones; y, verduras y legumbres por US\$2.8 millones.

En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo destaca el incremento en los siguientes rubros: frutas y sus preparados por US\$23.5 millones; productos alimenticios por US\$6.8 millones; camarón, pescado y langosta por US\$3.6 millones; miel de purga por US\$3.6 millones; y, artículos de vestuario por US\$2.5 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a marzo de 2008, éste se situó en US\$3,487.6 millones, monto superior en US\$323.7 millones (10.2%) al registrado en igual período de 2007. Este resultado se explica, principalmente, por el dinamismo en la actividad económica del 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 Materiales de Construcción crecieron 31.6%, al pasar de US\$80.2 millones a marzo de 2007 a US\$105.5 millones en igual período de 2008. Por su parte, las importaciones de Combustibles y Lubricantes registraron un

crecimiento de 22.4%, al pasar de US\$522.0 millones a marzo de 2007 a US\$638.7 millones a marzo de 2008. Con relación a las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios registraron un monto de US\$951.4 millones, superior en US\$141.4 millones (17.5%) al valor registrado en igual período del año anterior.

Además, las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta, éstas registraron un crecimiento de 7.1%, al pasar de US\$514.3 millones a marzo de 2007 a US\$550.9 millones a marzo de 2008; por su parte las importaciones de Bienes de Consumo, se ubicaron en US\$825.5 millones, monto superior en US\$34.4 millones (4.3%) al registrado a marzo de 2007. Finalmente, las importaciones de Maquila registraron un monto de US\$415.5 millones, inferior en US\$30.7 millones (6.9%) al monto registrado en igual período de 2007.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 31 de marzo de 2008, las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RMIN- se ubicaron en US\$4,338.4 millones, lo que significa un aumento de US\$18.1 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2007. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$134.8 millones, egresos de divisas por US\$194.4 millones y otros ingresos netos por US\$77.7 millones⁶.

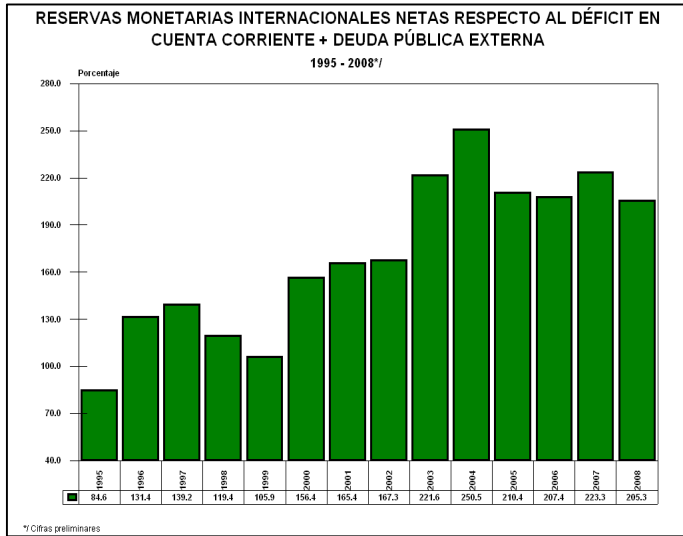
Con relación a los egresos, se realizaron pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada por US\$122.1 millones y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$72.3 millones.

El citado nivel de RMIN permitiría cubrir 3.3 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), se podrían financiar hasta 2.7 meses de importación de bienes.

Asimismo, dicho nivel equivale a 7.3 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año y podría cubrir hasta 2.0 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.

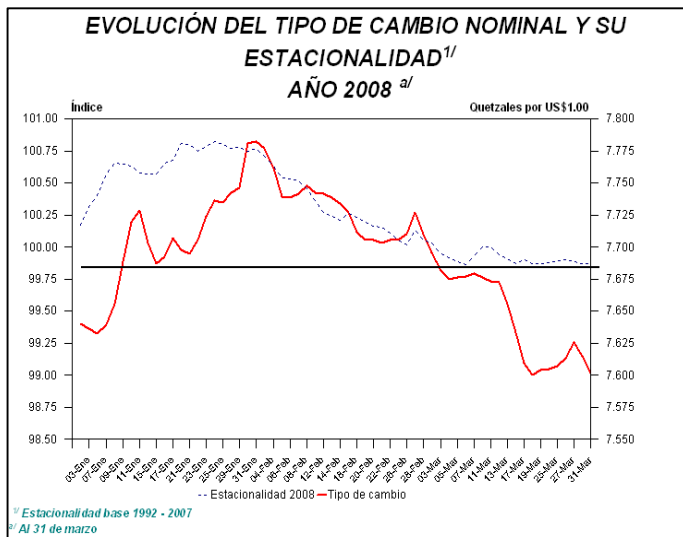
⁶ Incluye variación del precio internacional del oro; cheques, giros y órdenes de pago; remesas consulares; y, liquidación de cartas de crédito, entre otros.



c) Tipo de cambio nominal

i) Comportamiento reciente

Al 31 de marzo de 2008, el tipo de cambio nominal promedio ponderado en el mercado institucional de divisas, registró una apreciación de Q0.029 (0.38%), al pasar de Q7.631 por US\$1.00 el 28 de diciembre de 2007 a Q7.602 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2008. En ese sentido, cabe indicar que durante el primer trimestre de 2008, el comportamiento del tipo de cambio nominal, en general, fue consistente con su estacionalidad. En la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento del tipo de cambio nominal, así como su estacionalidad.



Aun cuando el tipo de cambio nominal durante el primer trimestre evolucionó conforme a su estacionalidad, en abril continuó exhibiendo un

comportamiento hacia la apreciación más pronunciado que lo previsto en la referida estacionalidad. A continuación se presenta un análisis que contiene los principales elementos que han incidido en la reciente apreciación del tipo de cambio nominal del quetzal respecto del dólar estadounidense.

ii) Factores que explican la apreciación reciente

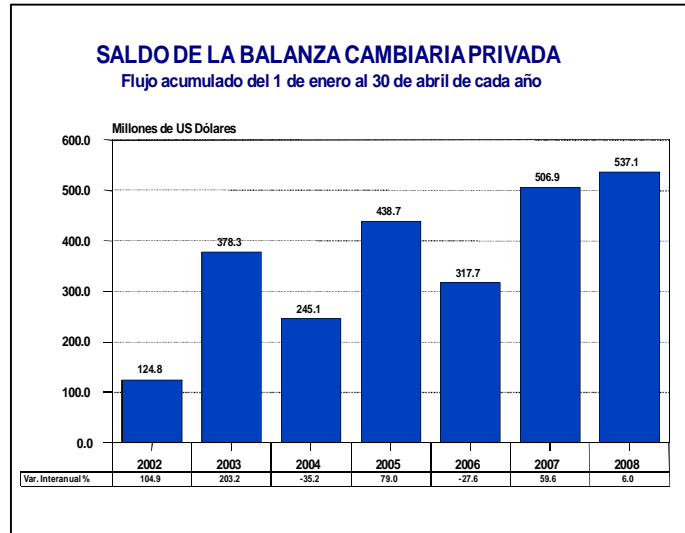
A partir del segundo semestre de 2007 se observó en los Estados Unidos de América el comienzo de una crisis hipotecaria generada, particularmente, por las hipotecas de alto riesgo, denominadas *subprime*. Esta situación provocó volatilidad en los mercados financieros internacionales y finalmente originó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica. A fin de mitigar dicha coyuntura, la Reserva Federal de los Estados Unidos de América ha venido aplicando una política monetaria expansiva mediante la reducción de la tasa de interés objetivo de fondos federales de 4.25% a finales de 2007 a 2.00% al 30 de abril del presente año. Como complemento, la autoridad fiscal del referido país también ha impulsado medidas para estimular, principalmente, el consumo privado. El paquete de alivio fiscal anunciado recientemente por el gobierno estadounidense, contiene una serie de exenciones, particularmente para personas individuales, lo que provocaría que el déficit fiscal se sitúe en 2008 en alrededor de 2.5% (1.2% en 2007).

La combinación de una política monetaria y fiscal expansiva ha provocado una depreciación acelerada del dólar estadounidense, que se ha traducido en apreciaciones de otras monedas a nivel mundial. En efecto, la República Checa ha experimentado una apreciación de su moneda frente al dólar estadounidense de alrededor de 23%. Por su parte, Uruguay, Brasil, Colombia, la Zona del Euro y Japón, registraron apreciaciones nominales de alrededor de 15%; mientras que en Chile, en Canadá y en la República Popular China, se registraron apreciaciones de alrededor de 10%. En el caso de Guatemala, el tipo de cambio nominal, con cifras observadas al 30 de abril de 2008, registró una apreciación de 1.95% respecto de diciembre de 2007, considerablemente inferior a la apreciación nominal registrada en otros países del mundo.

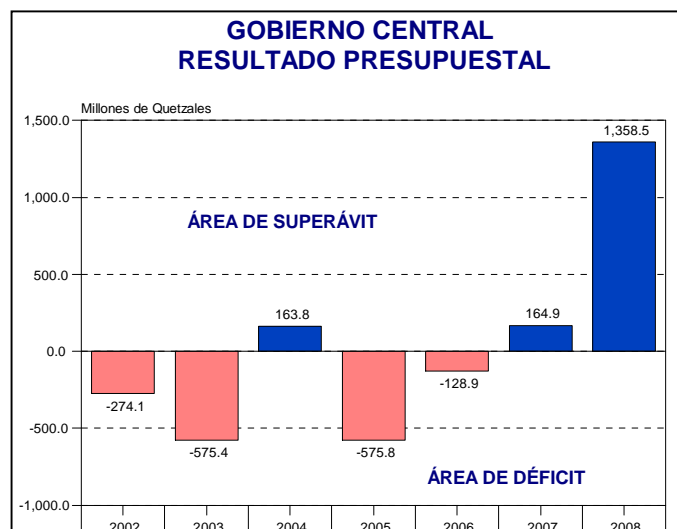
Por otra parte, el ingreso de divisas por exportaciones, al 30 de abril de 2008 fue superior en 15.6% al del año anterior, mientras que los ingresos de divisas por turismo y viajes y por remesas familiares, a pesar de registrar variaciones interanuales inferiores a las observadas el año anterior, aún constituyen una fuente importante de divisas al país.

El saldo de la balanza cambiaria privada, al 30 de abril de 2008 se situó en US\$537.1 millones, similar al observado a la misma fecha del año anterior

(superávit de US\$506.9 millones), situación que denota que aunque siguen registrándose flujos de divisas al país, éstos pueden considerarse normales y no representan un exceso de divisas en el mercado cambiario.



Durante abril se observó una escasez relativa de quetzales respecto a dólares de los Estados Unidos de América, la cual puede atribuirse, en parte, al hecho de que las finanzas públicas a marzo de 2008 registraban un superávit de Q1,358.5 millones (equivalente a 0.5% del PIB), comportamiento inusual si se compara con el comportamiento a marzo de los años 2002-2007, resultado de una menor ejecución del gasto público, acompañada de mayores ingresos tributarios, aspecto que al incidir temporalmente en la liquidez en moneda nacional, habría generado una menor demanda de dólares de los Estados Unidos de América en el mercado cambiario, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio nominal, la cual se considera transitoria.



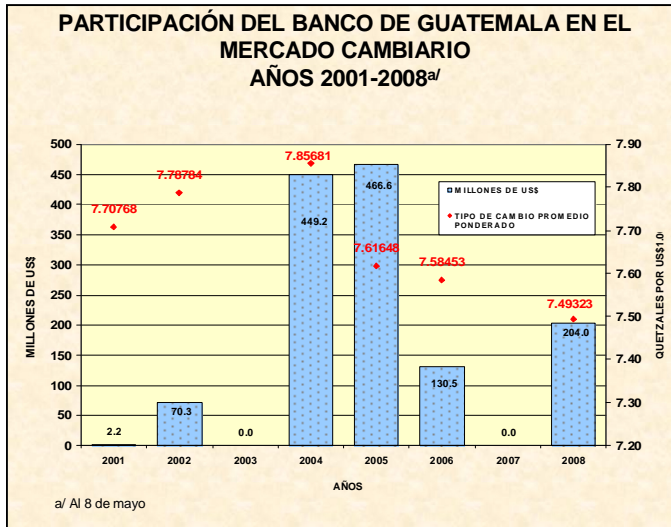
iii) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

El tipo de cambio nominal en Guatemala es flexible y se determina por la interacción de la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario. Sin embargo, de acuerdo con el mandato de la Junta Monetaria, contenido en la resolución JM-211-2007⁷, la regla de participación del Banco de Guatemala en dicho mercado, se basa en criterios objetivos y transparentes, los cuales son conocidos plenamente por el mercado y con la única finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal.

Con esa base, el Banco de Guatemala ha participado en el mercado cambiario, comprando divisas, desde principios de abril del presente año, dada la volatilidad observada por el tipo de cambio nominal. El monto total de compras al 8 de mayo ascendió a US\$204.0 millones, equivalentes a Q1,528.8 millones. Vale resaltar que si bien las compras de divisas por parte del Banco Central en el mercado cambiario constituyen una fuente de monetización (debido a que implica una inyección de liquidez en el mercado), en la coyuntura actual dicha monetización no generó excedentes de liquidez primaria, debido a que compensa en parte el menor dinamismo del gasto público que, como se indicó, habría incidido transitoriamente en una estrechez de liquidez en moneda nacional.

No obstante, es conveniente traer a cuenta lo expresado en el Dictamen CT 4/2007, Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2007, en donde se expresaba que si bien en 2007 no se había observado volatilidad en el mercado cambiario y la regla no se había activado, en un esquema de metas explícitas de inflación es deseable una mayor flexibilidad, razón por la cual deviene necesario analizar la conveniencia de introducir mayor flexibilidad a dicha regla.

⁷ Desde 2005 el Banco de Guatemala utiliza una regla para su participación en el mercado cambiario, la cual se ha venido perfeccionando a efecto de hacerla más completa y flexible.



2. La actividad económica para 2008⁸

En 2008 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 4.8%⁹, tasa inferior a la estimada para 2007 (5.7%).

El comportamiento previsto en la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, por un lado, en un entorno menos favorable, derivado de la desaceleración económica mundial, en particular, la de los Estados Unidos de América y la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Unión Europea) y, por el otro, de la presencia de choques de oferta, como resultado de los elevados precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. En tal sentido, según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, se espera que la economía mundial registre un menor dinamismo, al pasar de 4.9% en 2007 a 3.7% en 2008 y las economías emergentes de América Latina y el Caribe se desaceleren de 5.6% en 2007 a 4.4% en 2008.

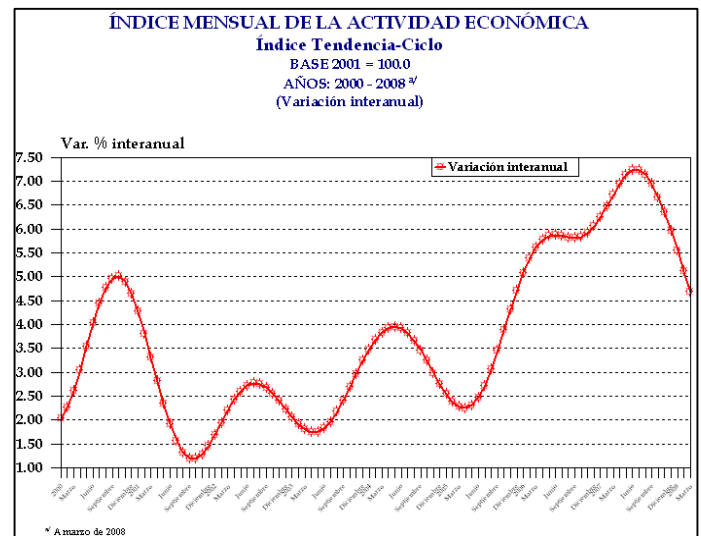
Por otra parte, respecto a los beneficios generados por el Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés), vigente desde el 1 de julio de 2006, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala actualizaron el análisis econométrico que estima el impacto del DR-CAFTA sobre la tasa de crecimiento del PIB real del país para 2008. En efecto, éste podría ubicarse entre 0.55 y 0.77 puntos porcentuales adicionales.

⁸ Un análisis por ramas de actividad se presenta en Anexo 1.

⁹ Para 2008 se revisó a la baja la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto, considerando la desaceleración económica mundial, así como la información más reciente de otras variables de los sectores monetario, fiscal y externo.

En el orden interno, la reducción que se prevé en las exportaciones y en el ingreso de divisas por remesas familiares y turismo, derivado de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, se espera sea contrarrestada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y por la solidez de los fundamentos económicos del país.

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, después de haber mostrado un comportamiento ascendente durante el período octubre de 2006 – julio de 2007, cuando su variación interanual alcanzó el punto máximo (7.23%), éste empezó a desacelerarse hasta ubicarse en marzo de 2008 en 4.68%, inferior a la observada en el mismo mes de 2007 (6.72%). Este resultado es congruente con lo esperado en la actividad económica para el presente año.



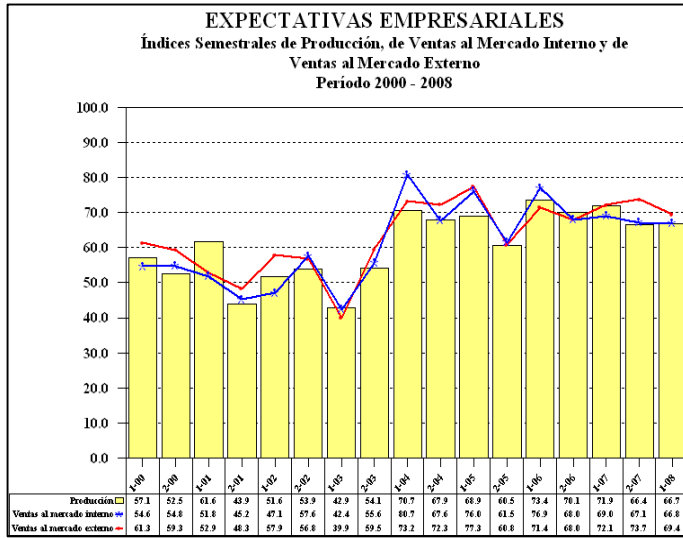
Por otra parte, en cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹⁰ llevada a cabo de febrero a marzo de 2008, el 83.5% de los empresarios manifestó que el volumen de producción aumentará o será igual en el primer semestre del presente año, porcentaje ligeramente menor al que se tenía para el mismo período de 2007 (89.6%). Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción¹¹ refleja que en el primer semestre de 2008, el nivel de producción aumentará levemente respecto a lo previsto para el

¹⁰ Realizada a una muestra de 349 establecimientos industriales, de los cuales el 55.0% son grandes (más de 50 trabajadores), el 20.9% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 24.1% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

¹¹ Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (49.9%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (16.5%).



segundo semestre de 2007, en tanto que los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo reflejan una leve disminución, como se ilustra en la gráfica siguiente.





RECUADRO 2 LA INFLUENCIA DE FACTORES EXTERNOS EN LOS CICLOS DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO EN LATINOAMÉRICA

América Latina, tradicionalmente, ha sido considerada una región volátil en términos económicos; sin embargo, son pocos los estudios sobre la evolución de los ciclos económicos de la región que permiten comparar sus principales características con las de otros países y regiones. Cabe indicar que América Latina ha tenido una buena cantidad de cambios radicales de regímenes de política económica que pueden haber influido sobre la volatilidad cíclica.

En efecto, la región podría brindar respuestas acerca de la forma en que un fuerte cambio de régimen de políticas económicas afecta el ciclo económico o si los factores externos comunes son cruciales para la evolución cíclica, quizás tanto o más que los regímenes de políticas económicas; sin embargo, la falta de información, especialmente sobre el período previo a la segunda guerra mundial, ha impedido su estudio.

Cabe puntualizar que una nueva técnica intenta remediar dicha carencia, mediante la reconstrucción o “retroproyección” de los datos del PIB, valiéndose para ello de métodos semejantes a los empleados para proyectar los ciclos económicos futuros.

En general, América Latina ha pasado de regímenes de política caracterizados por su apertura al comercio y al capital extranjero, como sucedió previo a la gran depresión de los años treinta, a otros extremadamente cerrados. A partir de los años setenta y más fuertemente en los años ochenta; se reinició la liberalización financiera y comercial en la región.

Sobre el particular, se ha discutido si estos regímenes opuestos han generado menor o mayor volatilidad y choques más persistentes en las economías latinoamericanas, acrecentado los riesgos y profundizando las crisis económicas.

Elaboración de un conjunto de datos nuevos

Para abordar la cuestión planteada desde una óptica histórica más amplia, los investigadores necesitan indicadores de los ciclos económicos referidos a períodos largos, en los que se hayan aplicado distintos regímenes de política económica.

En tal sentido, dado que en el caso de América Latina no se disponía de una serie de datos extensa del PIB, Aiolfi, Catão y Timmerman (2006) utilizaron una metodología para estimar los datos del PIB real previos a la segunda guerra mundial, la cual permitió construir estimaciones, con una exactitud razonable del ciclo económico agregado, a partir de indicadores macroeconómicos, financieros y sectoriales de la época, por lo menos para el caso de las economías latinoamericanas más grandes. Esta metodología se basa en la idea de que un corte transversal de variables económicas tiene una estructura de factores parecida, es decir, que las fluctuaciones de una variable económica específica (como la producción manufacturera, la inversión o la oferta monetaria) se derivan de un factor común que afecta a toda la economía más un componente propio de esa variable. Cabe mencionar que si bien, en general, estos modelos han sido utilizados para proyectar, también pueden emplearse para estimar el pasado, es decir, para calcular índices agregados de la actividad económica.

En tal sentido, con el propósito de estimar el PIB real de cuatro países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile y México - grupo LA-4^{1/}), para el período 1870 a 2004, se aplicó la metodología mencionada, habiéndose obtenido los resultados siguientes:

1. **Durante el período de mayor apertura comercial previo a 1930, la volatilidad media de los ciclos económicos en los países del LA-4 solía ser mucho mayor que en las economías avanzadas y en muchos mercados emergentes semejantes.** En particular, la volatilidad cíclica era mucho mayor que la de otros países exportadores de productos primarios del nuevo mundo como Australia y Canadá, y aún mayor que la de la economía de los Estados Unidos de América, que también dependía considerablemente del sector primario.
2. Los datos de más largo plazo indican que **no existe una relación positiva incondicional entre la volatilidad del ciclo económico y la apertura.** En varios foros se ha afirmado que los regímenes autárquicos predominantes en las cuatro décadas posteriores a la Gran Depresión, caracterizados por la sustitución de importaciones, un mayor sector público y estrictas restricciones al comercio exterior y a la cuenta de capital, distorsionaban los precios relativos y obstaculizaban el crecimiento económico a largo plazo, ya sea en forma contemporánea, como en Argentina o en forma desfasada, como en Brasil y México, luego de la crisis de la deuda de 1982. Sin embargo, los datos indican que estos regímenes autárquicos fueron importantes para reducir la volatilidad del producto en un período en el que la volatilidad mundial y las tasas de interés reales se encontraban en su nivel más alto. No obstante, cabe destacar que en los últimos 15 años la volatilidad en América Latina se ha reducido a sus mínimos históricos, precisamente, cuando los países iniciaron una mayor apertura comercial y financiera, a pesar de las fuertes crisis como la de México en 1994 y la de Argentina en 2001. El hecho de que el ciclo económico del grupo LA-4 disminuyera hasta sus mínimos históricos durante los regímenes más abiertos de las dos últimas décadas, cuando el ciclo económico de las economías avanzadas registró una gran moderación, es indicio de que la apertura puede acrecentar o reducir la volatilidad cíclica, dependiendo entre otros factores de la volatilidad de la economía mundial.

^{1/} En el siglo pasado estos cuatro países representaban casi el 70% del PIB de América Latina.



3. Cuando las economías del grupo LA-4 sufrieron un choque, como en el aumento de las tasas de interés a nivel mundial, el impacto sobre la producción persistió por varios años. Al igual que sucediera con la volatilidad cíclica, la persistencia del ciclo era mayor antes de 1929; mientras que disminuyó durante el auge de los regímenes económicos autárquicos hasta 1970. Luego de dicho período, volvió a aumentar, para descender posteriormente.

En conclusión, una mayor apertura no está incondicionalmente relacionada con una mayor volatilidad o persistencia del ciclo, ya que también intervienen otros factores.

Un ciclo común para la región

En el contexto descrito, surge la interrogante sobre si existe un factor exógeno importante para los ciclos económicos que sea común a estas economías.

Sobre este particular, las retroproyecciones del PIB indican cierta similitud en la magnitud de los ciclos económicos del grupo LA-4 y su duración, lo cual sugiere que los cuatro países estaban sujetos a choques comunes. Hasta hace poco, estos países tenían pocas relaciones comerciales y financieras entre sí, ya que casi todo su comercio era con Europa o con los Estados Unidos de América. Así también, se encontró que existen varios puntos de inflexión cíclicos casi simultáneos en el grupo LA-4, destacándose las fases recesivas relacionadas con los eventos siguientes: la crisis de Barings en 1890, la Primera Guerra Mundial, el desplome de Wall Street en 1929; y, la crisis de la deuda de 1982, lo anterior conduce a afirmar que el producto y las tasas de interés reales de las economías avanzadas ejercieron una influencia importante sobre los ciclos regionales comunes durante los regímenes económicos previos a 1930, convirtiéndose en ese factor regional común.

Limitaciones de los acuerdos regionales

Los resultados parecen indicar que la posibilidad de unificar los riesgos de la región es relativamente limitada. Desde esta óptica, la actual tendencia al aumento de los flujos de capital entre los países de la región quizá no ayude mucho a que cada país diversifique sus riesgos. El limitado alcance de la fusión regional de los riesgos también significa que podrían resultar valiosos los mecanismos de prestamista de última instancia con países e instituciones que tienen fuentes de financiamiento fuera de la región.

En ese contexto, la mayor estabilidad de las tasas de interés mundiales y la moderación de los ciclos económicos en los países avanzados han sido fundamentales para el reciente entorno externo en los países en desarrollo en general y de América Latina en particular. Los años de bonanza pueden ser la ocasión perfecta para evaluar los resultados respecto a los parámetros de referencia históricos. Los resultados parecen indicar que se ha avanzado, lo cual coincide con una mejor gestión de la política macroeconómica. No obstante, los resultados también sugieren que algunas de estas mejoras (como la menor volatilidad del ciclo económico) obedecen a una situación externa excepcionalmente favorable, lo cual se confirma por el hecho de que en la gran mayoría de economías con mercados emergentes también se observa una menor volatilidad cíclica. Además, las cifras de América Latina referentes al comportamiento del ciclo económico siguen siendo inferiores a las de otras regiones y países (principalmente de Asia). La volatilidad sigue siendo mayor que en Asia y en Europa emergente y sus ciclos han sido más persistentes que en otras regiones, incluidas África y Oriente Medio.

Por último, cabe puntualizar que estas diferencias son importantes porque una mayor persistencia de los ciclos, unido con la probabilidad de fuertes choques, tiende a ampliar los diferenciales de las tasas de interés y la incidencia de crisis de la deuda, lo que obstaculiza el crecimiento económico de estos países.

Fuente: FMI. Finanzas y Desarrollo. Diciembre 2007.

3. Finanzas públicas

a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a marzo de 2008 registró un superávit fiscal de Q1,358.5 millones, equivalente a 0.5% del PIB (superávit de Q164.9 millones a marzo de 2007, equivalente a 0.1% del PIB). Cabe indicar que a marzo del presente año se registró un superávit primario¹² de 0.8% del PIB, superior en 0.4 puntos porcentuales al registrado a la misma fecha de 2007, como resultado de que al deducir el pago de intereses

de la deuda pública por Q1,069.0 millones del gasto total, se genera un superávit por Q2,427.5 millones (superávit de Q1,099.3 millones a marzo de 2007) y un ahorro corriente de Q3,027.5 millones.

Los ingresos totales a marzo de 2008, registraron un monto de Q8,919.3 millones, superior en Q826.6 millones (10.2%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 25.2% en relación al total presupuestado para 2008. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q8,516.2 millones, monto superior en Q726.2 millones (9.3%) al registrado a marzo de 2007¹³. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos

¹² 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 fiscal.

¹³ De conformidad con información de la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT- los ingresos tributarios recaudados fueron superiores en Q414.2 millones (4.8%), respecto a lo programado a marzo de 2008.



indirectos (Q445.1 millones) respecto a marzo de 2007. 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 Q4,056.1 millones, superior en Q426.6 millones a lo percibido en igual período de 2007. 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 Q314.6 millones (14.2%) respecto a marzo de 2007.

En lo que se refiere a los gastos totales a marzo de 2008, éstos registraron un monto de Q7,560.8 millones, menor en Q367.0 millones (4.6%) respecto al observado en igual período de 2007. Esta disminución de los gastos, se debe, particularmente a la vigencia de nuevas normas de ejecución presupuestaria¹⁴.

Por su parte, los gastos de funcionamiento alcanzaron Q5,770.6 millones, mayores en Q229.2 millones (4.1%) a los del mismo período del año anterior, resultado, principalmente, de los mayores gastos de operación (Q369.6 millones), del pago de intereses de la deuda pública (Q134.6 millones); y, de la reducción en las transferencias corrientes (Q275.0 millones).

Por otra parte, los gastos de capital se situaron en Q1,790.2 millones, menores en Q596.2 millones (25.0%) a los registrados en igual período de 2007, explicado por los menores gastos de inversión indirecta y directa por Q298.2 millones (18.2%) y Q298.0 millones (40.0%), respectivamente.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q526.8 millones y el financiamiento interno neto fue positivo en Q532.4 millones, producto de negociaciones de títulos públicos por Q838.8 millones y vencimientos por Q306.4 millones, mientras que la caja fiscal aumentó Q1,364.1 millones.

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN FINANCIERA A MARZO
AÑOS 2007 - 2008
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2007	2008 ^{pl}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	8,092.7	8,919.3	826.6	10.2
A. Ingresos	8,076.4	8,798.1	721.7	8.9
1. Ingresos Corrientes	8,069.4	8,798.1	728.7	9.0
a. Tributarios	7,790.0	8,516.2	726.2	9.3
b. No Tributarios	279.4	281.9	2.5	0.9
2. Ingresos de Capital	7.0	0.0	-7.0	-100.0
B. Donaciones	16.3	121.2	104.9	643.6
II. Total de Gastos	7,927.8	7,560.8	-367.0	-4.6
A. Funcionamiento	5,541.4	5,770.6	229.2	4.1
B. Capital	2,386.4	1,790.2	-596.2	-25.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	164.9	1,358.5	1,193.6	723.8
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	2,528.0	3,027.5	499.5	19.8
V. Financiamiento	-164.9	-1,358.5	-1,193.6	723.8
A. Financiamiento Externo Neto	1,390.0	-526.8	-1,916.8	-137.9
B. Financiamiento Interno Neto	141.8	532.4	390.6	275.5
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,696.7	-1,364.1	332.6	-19.6

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{pl} Cifras preliminares.

¹⁴ Para mayor detalle véase recuadro 3.



RECUADRO 3 PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA FISCAL PARA 2008

Con el propósito de alcanzar los objetivos de la política fiscal para 2008, ésta se fundamenta en cuatro ejes estratégicos, los cuales se describen a continuación:

1) *Reorientar el gasto público, a manera de privilegiar el desarrollo social-rural y la seguridad ciudadana*, con el propósito de promover una mayor asignación de recursos destinados a la reducción de la pobreza y de la desigualdad. Asimismo, se contempla racionalizar la asignación de los mismos a cargo de los ministerios y los fondos sociales con el objetivo de minimizar la duplicidad y dispersión de funciones.

2) *Aumentar la transparencia del gasto público, contribuyendo a la rendición de cuentas y a la reducción de las posibilidades de ineficiencia y corrupción*. El Ministerio de Finanzas Públicas estará a cargo de la aplicación de las nuevas normas de ejecución presupuestaria contenidas en la Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2008, entre las que se destacan las siguientes:

- a) Las organizaciones no gubernamentales, asociaciones legalmente constituidas o cualquier organismo internacional que ejecute fondos públicos mediante convenios suscritos con entidades de la Administración Central y entidades descentralizadas, están sujetos directamente a la fiscalización de la Contraloría General de Cuentas por los recursos anticipados y ejecutados.
- b) Las entidades ejecutoras del gasto público mediante convenios, están obligadas a rendir informes de avance físico y financiero y a depositar en el Fondo Común del Estado los intereses generados por los recursos que les hayan sido transferidos.
- c) Se fortalecerán los requerimientos de información que las entidades receptoras de transferencias de recursos deban proporcionar a la Administración Central, empresas públicas, entidades autónomas y descentralizadas.
- d) Los recursos financieros trasladados a organismos internacionales y organizaciones no gubernamentales para la ejecución de programas y proyectos serán dados en calidad de anticipo contable, sujeto a liquidación posterior con el Sistema de Contabilidad Integrado -SICOIN-. Esto permitirá conocer el destino final de los gastos ejecutados. Asimismo, para un nuevo anticipo, será necesario haber liquidado el anterior.
- e) El uso de recursos financieros provenientes de préstamos del exterior, deberá hacerse por medio de una cuenta única constituida en el Banco de Guatemala, para fortalecer el control y registro de los recursos.

Además de la aplicación de las normas presupuestarias citadas, el Ministerio de Finanzas Públicas realizará una evaluación de la situación de los fideicomisos públicos para determinar su pertinencia. Las acciones previamente descritas deberán contribuir a evitar el surgimiento de deudas flotantes. Asimismo, se fortalecerá la Dirección Normativa de Compras y Contrataciones del Estado, con el propósito de mejorar la transparencia en el uso de fondos públicos para la adquisición de bienes y servicios.

3) *Realizar una reforma tributaria integral para financiar los programas de gasto social, gasto en desarrollo rural y seguridad ciudadana*. Las medidas que contempla la reforma tributaria se contraen a lo siguiente:

- a) Elevar la recaudación a un nivel que alcance o supere la meta mínima indicativa de 13.2% de ingresos tributarios respecto al PIB.
- b) Fortalecer la tributación directa, particularmente introducir reformas a la Ley del Impuesto Sobre la Renta.
- c) Avanzar en el fortalecimiento de las facultades de la Superintendencia de Administración Tributaria para el control y fiscalización de las obligaciones de los contribuyentes.

4) *Asegurar una gestión financiera disciplinada que garantice la estabilidad macroeconómica*. La política fiscal se coordinará con la política monetaria y otras políticas económicas para preservar la estabilidad macroeconómica que promueva la inversión y la competitividad.

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas. "Primer Informe sobre la Política Fiscal en Guatemala: Diagnóstico de 2007 y Perspectiva para 2008". Febrero de 2008.

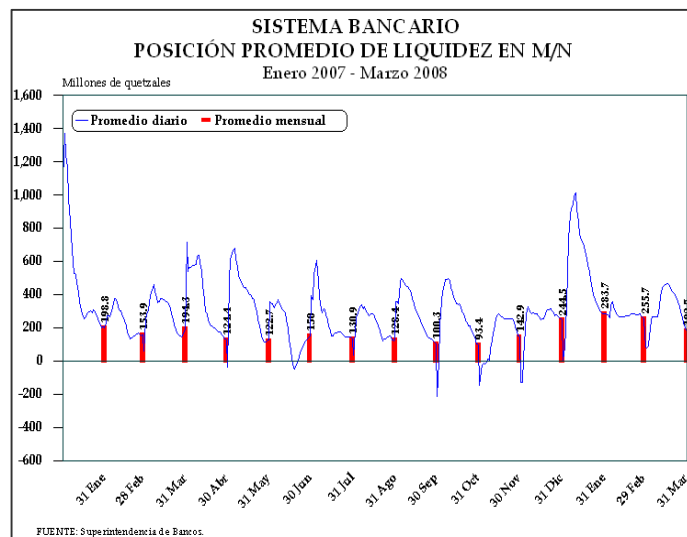
4. Sistema financiero

a) Entidades bancarias locales

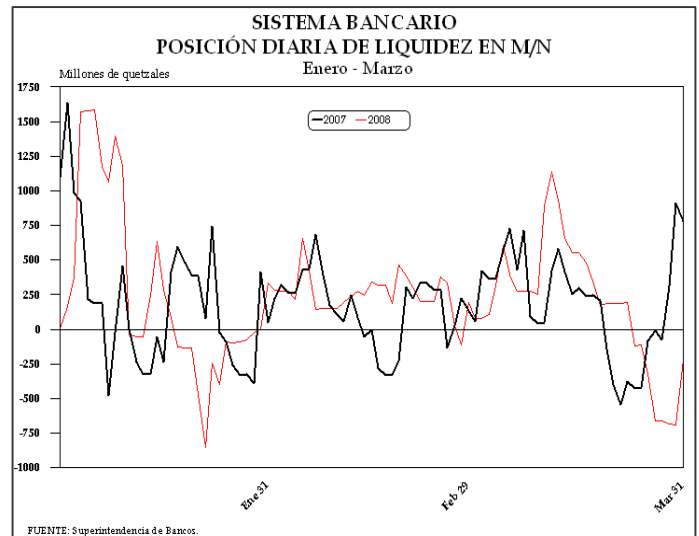
i) Liquidez bancaria

- **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 2008, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos de liquidez. En efecto, la liquidez promedio en enero fue de Q283.7 millones, en febrero se situó en Q255.7 millones y en marzo se ubicó en Q182.7 millones.



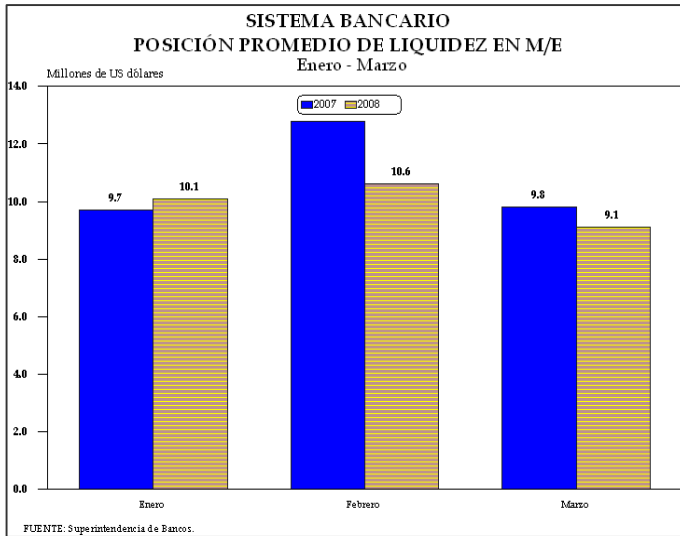
Por su parte, la liquidez diaria que los bancos del sistema registraron de enero a marzo de 2008, muestra un comportamiento similar al observado en igual período de 2007. Sobre el particular, entre enero y marzo del presente año, la liquidez diaria registró su punto máximo el 6 de enero, al situarse en Q1,581.7 millones y su nivel más bajo el 22 de enero, al ubicarse en -Q848.2 millones. Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en -Q222.0 millones.



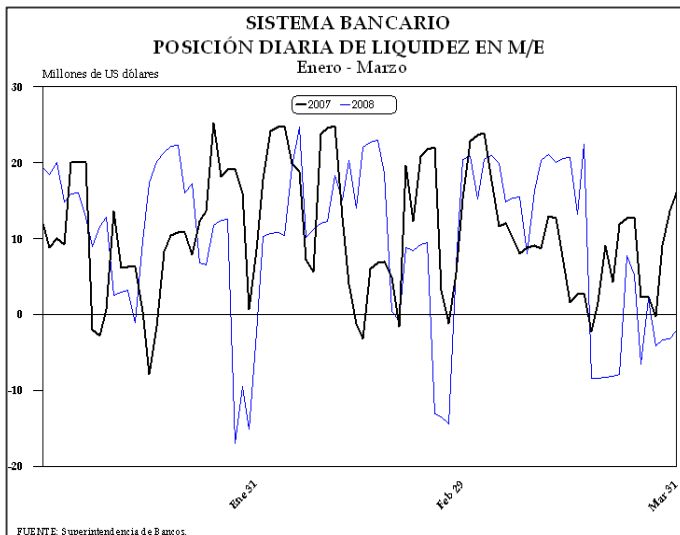
En el comportamiento de la liquidez bancaria en el período citado, se observan dos episodios. En el primero, en enero 2008, el sistema bancario redujo su nivel de liquidez diaria en forma importante, lo cual se atribuye a la canalización de recursos a la inversión en valores, así como al mayor flujo de recursos destinados al aumento del crédito; factores que fueron contrarrestados por el incremento en las fuentes de financiamiento, especialmente en los niveles de captación y del crédito obtenido del exterior. En el segundo episodio, durante febrero y parte de marzo, el sistema bancario incrementó sus niveles de liquidez, lo cual está asociado, a los recursos provenientes de la desinversión en valores del Banco Central y de títulos del Gobierno Central, lo cual, aunado al menor dinamismo del crédito durante marzo permitió elevar el nivel de recursos disponibles.

- **En moneda extranjera**

Durante el primer trimestre de 2008, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable y similar al del año anterior. En efecto, en enero se situó en US\$10.1 millones; en febrero en US\$10.6 millones; y, en marzo en US\$9.1 millones.



Por otra parte, durante el primer trimestre de 2008, la liquidez diaria del sistema bancario en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, registrando un nivel negativo el 28 de enero (-US\$16.9 millones) y su punto máximo el 6 de febrero (US\$24.7 millones). Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en -US\$2.1 millones.



ii) Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información preliminar del balance general consolidado al 31 de marzo de 2008, se situó en Q73,803.9 millones, monto superior en Q13,022.4 millones (21.4%) al registrado en igual mes del año anterior. A la referida fecha, la cartera crediticia por actividad económica se concentró en las ramas siguientes: consumo, transferencias y otros, 27.8%;

comercio, 21.9%; construcción, 14.5%; industria manufacturera, 11.0%; y, establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, 11.4%.

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2007 - 2008

- Millones de quetzales y porcentajes -

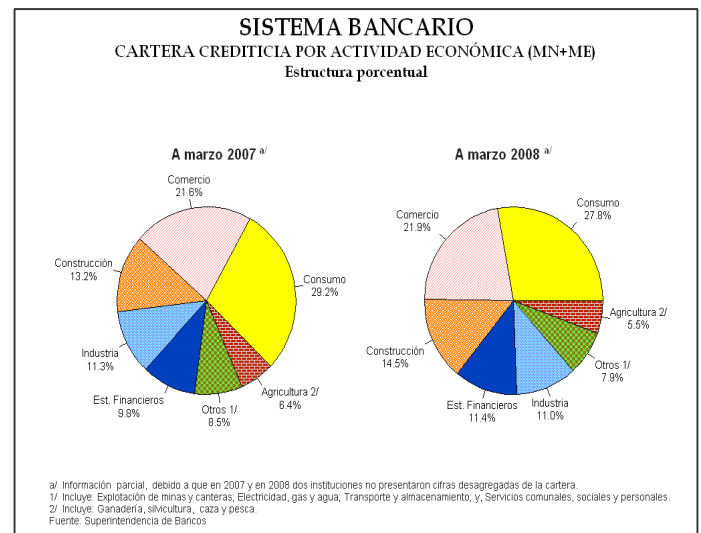
ACTIVIDAD	A marzo 2007	A marzo 2008 ^{a/}	VARIACIÓN INTERANUAL		ESTRUCTURA	
			ABSOLUTA	RELATIVA	2007	2008
SALDO DE LA CARTERA (I + II + III)	60,781.5	73,803.9	13,022.4	21.4		
I. Sub-Total ^{1/}	53,521.2	68,497.6	14,976.4	28.0	100.0	100.0
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	3,407.6	3,817.7	410.1	12.0	6.4	5.5
Explotación de minas y canteras	112.2	128.9	16.7	14.9	0.2	0.2
Industria manufacturera	6,061.2	7,505.8	1,444.6	23.8	11.3	11.0
Electricidad, gas y agua	1,650.0	2,057.5	407.5	24.7	3.1	3.0
Construcción	7,067.5	9,915.8	2,848.3	40.3	13.2	14.5
Comercio	11,559.0	14,994.4	3,435.4	29.7	21.6	21.9
Transporte y almacenamiento	751.6	913.1	161.5	21.5	1.4	1.3
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	5,254.0	7,807.3	2,553.3	48.6	9.8	11.4
Servicios comunales, sociales y personales	2,050.1	2,327.1	277.0	13.5	3.8	3.4
Consumo, transferencias y otros	15,608.0	19,030.0	3,422.0	21.9	29.2	27.8
II. Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	3,048.8	2,993.1	-55.7	-1.8		
III. Saldo de la Cartera Crediticia de las instituciones suspendidas por la Junta Monetaria	4,211.5	2,313.2	-1,898.3	-45.1		

^{a/} Cifras preliminares

^{1/} Cifras desagregadas de la cartera no incluyen dos instituciones que no presentaron información.

FUENTE: Superintendencia de Bancos.

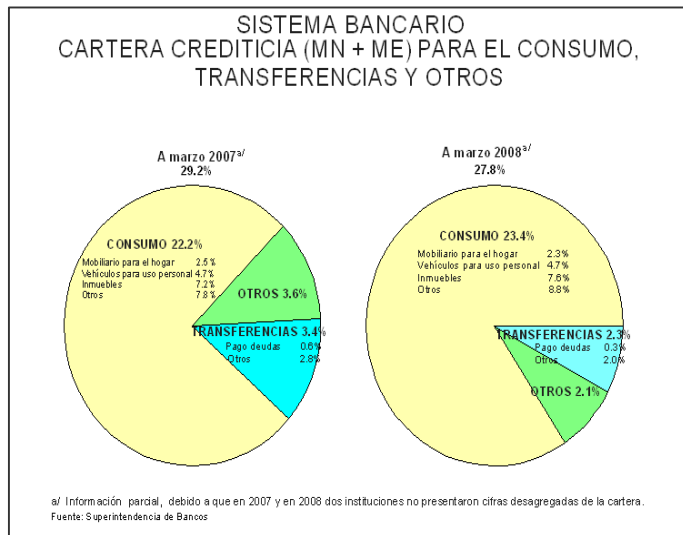
En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de marzo de 2007 a marzo de 2008, ésta se distribuyó de la manera siguiente:



Dada la importancia en la cartera crediticia de los sectores *consumo, transferencias y otros, comercio, construcción e industria manufacturera*, a continuación se presenta un análisis del comportamiento de cada sector y sus principales componentes.

- **Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros**

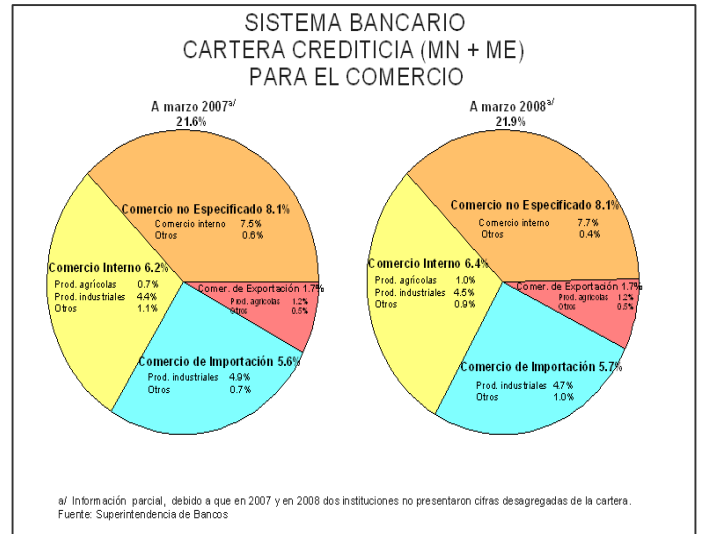
La cartera crediticia destinada a esta actividad, al 31 de marzo de 2008, representó 27.8% del financiamiento del sistema bancario (29.2% a marzo de 2007). Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, el consumo representó 23.4%, las transferencias 2.3% y el rubro otros 2.1%.



En el crecimiento del crédito al consumo se observa que a marzo de 2008, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 7.6%; de vehículos para uso personal con 4.7%; y, de mobiliario para el hogar con 2.3%, estructura que, con excepción de éste último rubro, es superior respecto a la observada en marzo de 2007. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, sobresale la reducción del renglón de pago de deudas, al pasar de 0.6% en marzo de 2007 a 0.3% en marzo de 2008.

- **Crédito concedido para el comercio**

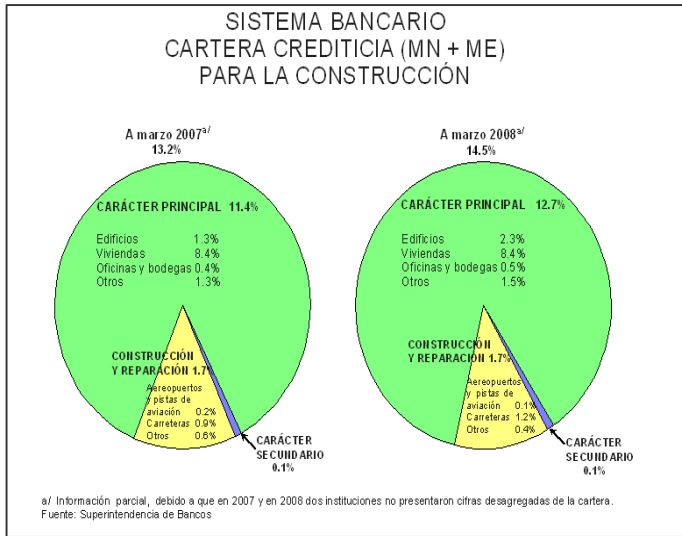
La cartera de créditos al comercio, al 31 de marzo de 2008, representó 21.9% de la cartera total otorgada por el sistema bancario, porcentaje superior en 0.3 puntos porcentuales al observado a marzo de 2007.



A marzo de 2008, en términos de su peso relativo 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 6.4% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 5.7% (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). Cabe agregar que, tanto el reglón de comercio de exportación como el de comercio no especificado mantienen su estructura respecto a marzo 2007; mientras que el comercio interno y el comercio de importación son superiores a los observados a marzo de 2007.

- **Crédito concedido para la construcción**

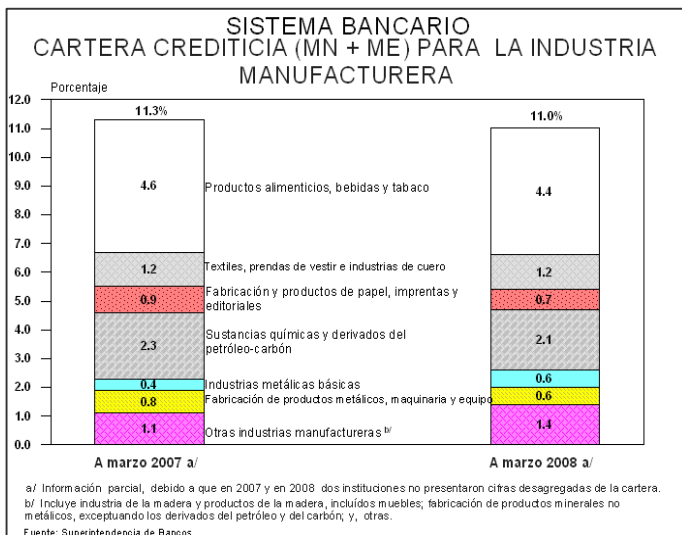
Al 31 de marzo de 2008, la cartera crediticia otorgada para la construcción representó 14.5% del total de la cartera del sistema bancario (13.2% a marzo de 2007).



A marzo de 2008, destaca el financiamiento de carácter principal con 12.7% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), porcentaje superior en 1.3 puntos porcentuales respecto al observado a marzo de 2007 (11.4%). En cuanto a la estructura de sus rubros, con excepción del rubro de viviendas, todos los renglones han sido más dinámicos. En efecto, en el caso del financiamiento a edificios, éste pasó de 1.3% a 2.3%; el de oficinas y bodegas de 0.4% a 0.5%; y, el del renglón otros de 1.3% a 1.5%; mientras que el canalizado a la vivienda se mantuvo en 8.4% en ambos años (pero sigue siendo el renglón más significativo).

• **Crédito concedido para la industria manufacturera**

Al 31 de marzo de 2008, el crédito para la industria manufacturera representó 11.0% de la cartera del sistema bancario (11.3% a marzo de 2007).

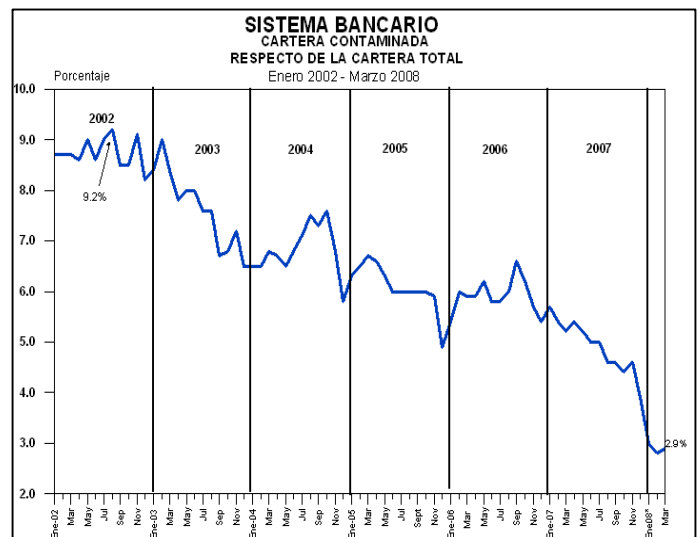


A marzo de 2008, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con 4.4%; a las industrias de sustancias químicas y de derivados del petróleo-carbón con 2.1%; a las industrias textiles, de prendas de vestir y de cuero con 1.2%; y, a las otras industrias manufactureras con 1.4%. La referida estructura, con excepción del financiamiento otorgado a las industrias metálicas básicas y a las otras industrias manufactureras, es inferior a la que se registró en marzo de 2007.

iii) **Calidad de la cartera crediticia**

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, medida por la relación entre la cartera vencida¹⁵ respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ésta ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en agosto de 2002 dicho indicador se situó en 9.2% (que representa el porcentaje más alto observado durante el período enero 2002-marzo 2008).

De acuerdo a cifras preliminares al 31 de marzo de 2008, el monto de la cartera vencida se situó en Q2,067.1 millones (Q2,950.7 millones a marzo de 2007), equivalente a 2.9% de la cartera total de créditos (5.2% a marzo de 2007).

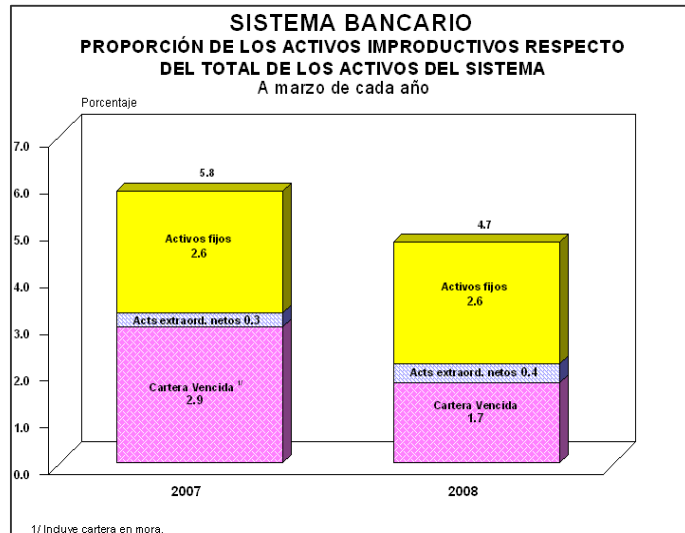


Por su parte, la relación entre los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera vencida, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales,

¹⁵ El nuevo manual de instrucciones contables para entidades sujetas a la vigilancia e inspección de la Superintendencia de Bancos eliminó el término de cartera en mora. A partir de enero de 2008 la calidad de la cartera crediticia se mide por la relación de la cartera vencida como proporción de la cartera crediticia total del sistema bancario.

refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja, al situarse en 4.7% en marzo de 2008, porcentaje inferior al registrado en marzo de 2007 (5.8%), como se ilustra en la gráfica siguiente.

la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el recuadro 4.



La literatura económica moderna¹⁶ 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 logarítmicas de demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E con información estadística disponible del período de enero de 2000 a marzo 2008. Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), es significativo si se examinan los valores de los coeficientes de determinación (R^2) de 99.42%, 98.42% y 98.20%, 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 incremento en la tasa de interés activa reduce

¹⁶ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESECADENAR 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.



RECUADRO 4 ESTIMACIÓN ECONÓMETRICA DE LA DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

La literatura económica moderna 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). Con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- se estimaron las funciones logarítmicas de demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E con información estadística disponible del período de enero de 2000 a marzo 2008. Los resultados obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), es significativo si se examinan los valores de los coeficientes de determinación (R^2) de 99.42%, 98.42% y 98.20%, respectivamente. Asimismo, 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 incremento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito.

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

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 Ln CSP _t TOTAL		MODELO 2 Ln CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 Ln CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t
Constante α	15.15	34.82	15.64	29.37	16.40	18.08
IMAE _t	0.09	31.91	0.10	29.44	0.18	34.25
Tasa de interés activa _t	-0.08	-53.42	-0.04	-22.01	-0.12	-11.52
Ln tipo de cambio _t	-1.81	-8.63	-2.48	-9.62	-3.38	-7.77
Residuo _{t-1} *	1.03	33.36	0.99	22.22	1.02	21.88
Promedio móvil _{t-1} *	0.33	3.32	0.22	2.07	0.19	1.56
Período muestral	enero 2000 - marzo 2008		enero 2000 - marzo 2008		mayo 2001 - marzo 2008	
Coefficiente determinación R^2	0.994187		0.984157		0.98202	
Durbin-Watson	1.786867		1.935178		1.848962	

* Se corrigió la autocorrelación con base en el método de Cochrane-Orcutt y el impulso del promedio móvil de los residuos.

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

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

IMAE_t = Ritmo de crecimiento del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t .

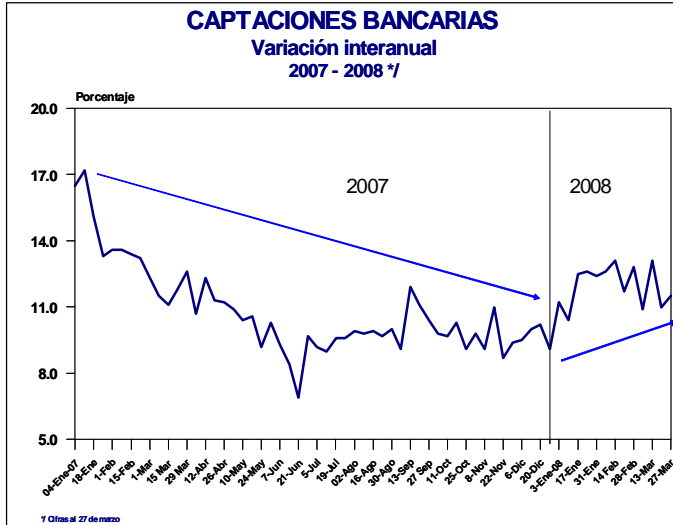
Tasa de Interés activa_t = Tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario en el período t .

Ln tipo de cambio_t = Logaritmo natural del 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%, manteniéndose constantes las demás variables, la demanda del crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E, crece en aproximadamente 0.09%, 0.10% y 0.18%, respectivamente. 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 crédito, total, en M/N y en M/E, en alrededor de 0.08%, 0.04% y 0.12%, en su orden. Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, ceteris paribus, aumenta la demanda de crédito bancario del sector privado, total, en M/N y en M/E en alrededor de 1.81%, 2.48% y 3.38%, respectivamente.

iv) Captaciones bancarias

Al 31 de marzo de 2008 las captaciones bancarias registraron una variación interanual de 11.5%, la cual evidencia el dinamismo que exhibió dicha variable en 2008, luego de un comportamiento decreciente en 2007. Tal dinamismo refleja una mejora en las expectativas de los agentes económicos con relación al desempeño del sistema bancario.



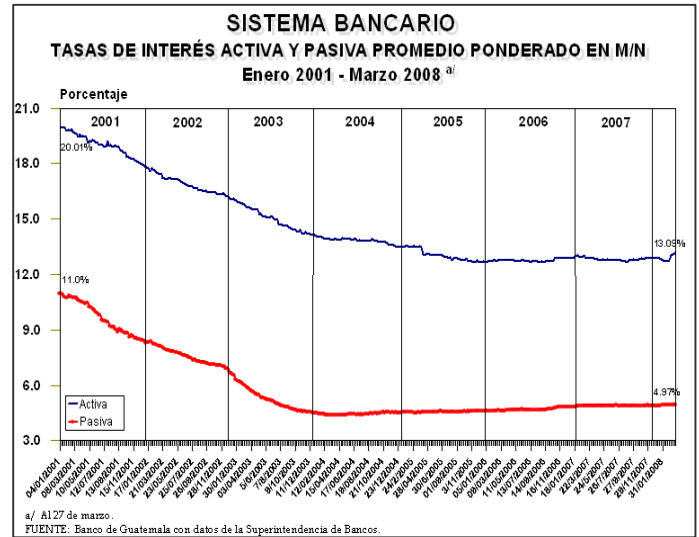
v) Tasa de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario

• En moneda nacional

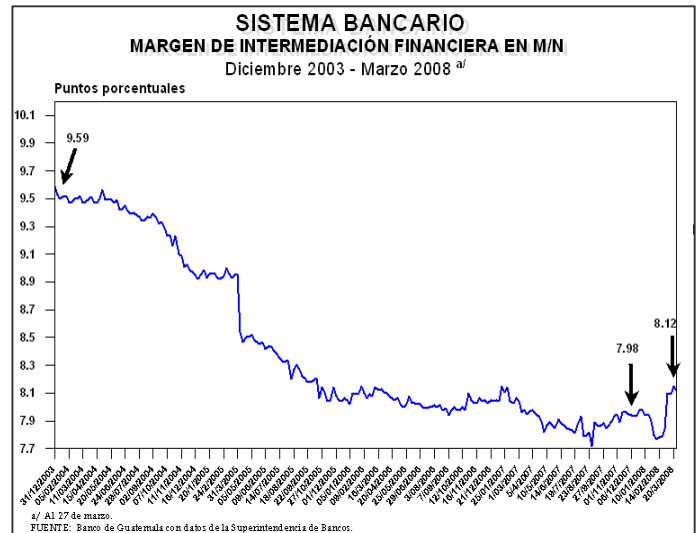
De enero a marzo de 2008, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 27 de marzo se situó en 13.09%, superior en 0.20 puntos porcentuales respecto a la observada a finales de diciembre de 2007 (12.89%)¹⁷; mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.97%, superior en 0.06 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de

¹⁷ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 11.93%, mientras que al 27 de marzo de 2008 fue de 11.97%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa se ubicó en 12.53%, en tanto que al 27 de marzo de 2008 se situó en 12.92%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 22.89%, mientras que al 27 de marzo se situó en 25.51%.

2007 (4.91%)¹⁸.



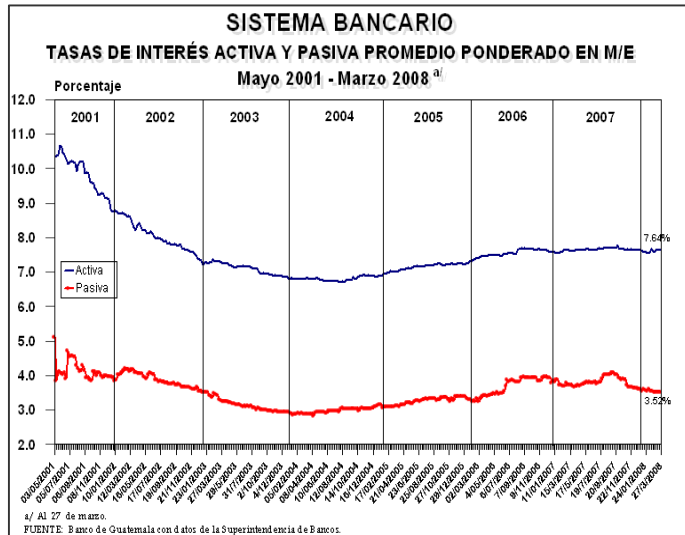
Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera se situó en 8.12 puntos porcentuales, superior en 0.14 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2007 (7.98 puntos porcentuales).



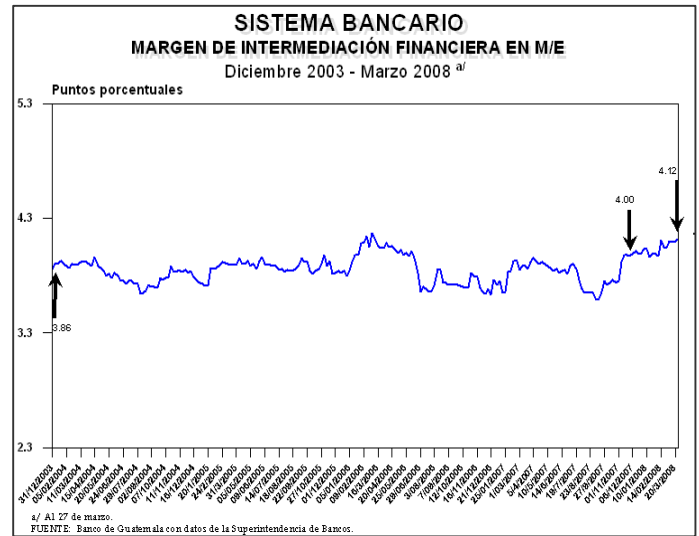
¹⁸ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 4.59%, mientras que al 27 de marzo de 2008 fue de 4.67%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 5.10%, en tanto que, al 27 de marzo de 2008 se ubicó en 5.21%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se situó en 7.01%, mientras que al 27 de marzo se ubicó en 7.28%.

• **En moneda extranjera**

Las tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, durante el período enero-marzo de 2008 exhibieron un comportamiento estable. En efecto, la tasa de interés activa, el 27 de marzo se situó en 7.64%, superior en 0.01 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2007 (7.63%)¹⁹. Por su parte, la tasa de interés pasiva mostró una disminución, al pasar de 3.63% en diciembre de 2007 a 3.52% el 27 de marzo de 2008²⁰.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.12 puntos porcentuales, al pasar de 4.00 puntos porcentuales en diciembre de 2007 a 4.12 puntos porcentuales el 27 de marzo de 2008.



El objetivo fundamental de la política monetaria en Guatemala es el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios, para lo cual busca influenciar las variables económicas que determinan la inflación. De acuerdo con la teoría monetaria, el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo se transmite gradualmente del sector financiero al sector real, hasta impactar en la inflación. En este sentido, el Banco Central busca influir en las tasas de interés de largo plazo mediante el manejo directo de una tasa de interés de corto plazo (la tasa líder de la política monetaria)²¹.

Es conveniente indicar que en lo que va de 2008 la Junta Monetaria, decidió en una única oportunidad aumentar la tasa líder, cuando en su sesión celebrada el 26 de marzo de 2008, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural, decidió elevar el nivel de la misma en 25 puntos básicos, con lo cual la referida tasa se ubicó en 6.75%.

Como se observa en la siguiente gráfica, la tasa de interés líder de la política monetaria ha mostrado una tendencia al alza desde enero de 2005 hasta marzo de 2008; sin embargo, los incrementos registrados en la misma no afectaban el comportamiento de las tasas de interés a plazos más largos. Esto obedecía, en parte, a que el nivel de la tasa de interés líder en 2005 se encontraba muy por debajo de su valor de equilibrio de largo plazo. Por lo tanto, conforme su valor se fue incrementando gradualmente, su impacto en las tasas de interés bancarias se empezó a observar. En el caso de la tasa

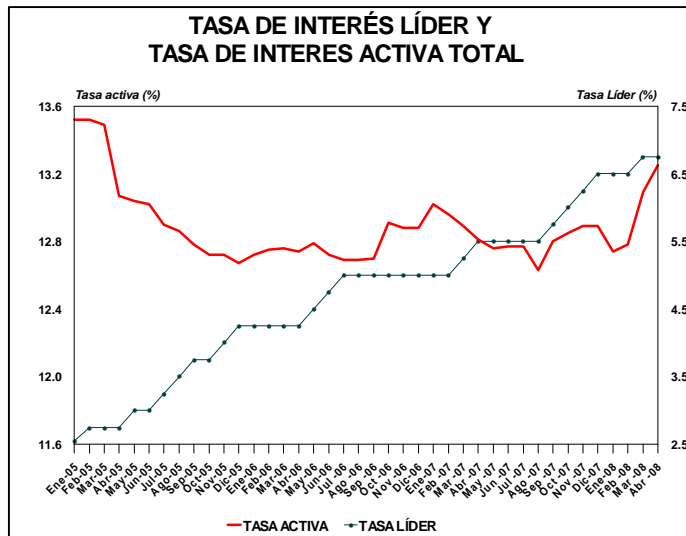
¹⁹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa del grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 7.32%, mientras que al 27 de marzo de 2008 fue de 7.40%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2007 se ubicó en 8.23%, en tanto que al 27 de marzo de 2008 se situó en 8.08%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 8.72%, mientras que al 27 de marzo se situó en 9.27%.

²⁰ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 3.48%, mientras que al 27 de marzo de 2008 fue de 3.18%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 3.69%, en tanto que al 27 de marzo de 2008 se ubicó en 3.75%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se ubicó en 4.75%, mientras que al 27 de marzo se situó en 4.94%.

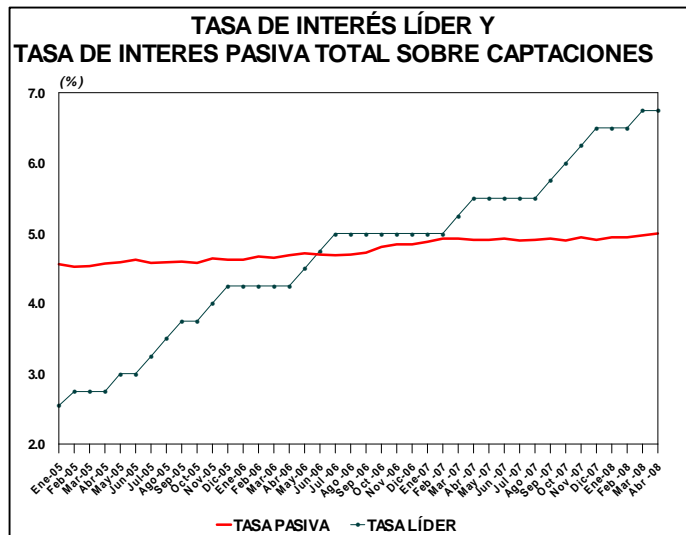
²¹ La tasa de interés líder de la política monetaria en Guatemala corresponde a las operaciones de estabilización monetaria a 7 días plazo.



de interés activa, al 31 de marzo ésta se incrementó en alrededor de 31 puntos básicos con respecto del nivel registrado en diciembre de 2007.



Por su parte, al analizar el comportamiento de la tasa pasiva total sobre captaciones se puede observar que su comportamiento no ha estado significativamente correlacionado con el de la tasa líder de política monetaria. En efecto, desde julio de 2006 la tasa líder superó a la tasa pasiva total sobre captaciones, situación que denota la necesidad de mejoras en el mecanismo de transmisión de la política monetaria para que éste opere con mayor efectividad, en virtud de que la restricción de las condiciones monetarias se materializa cuando los niveles de tasas de interés pasivas son lo suficientemente atractivas para inducir un incremento en las captaciones bancarias y una reducción en los excedentes de liquidez.

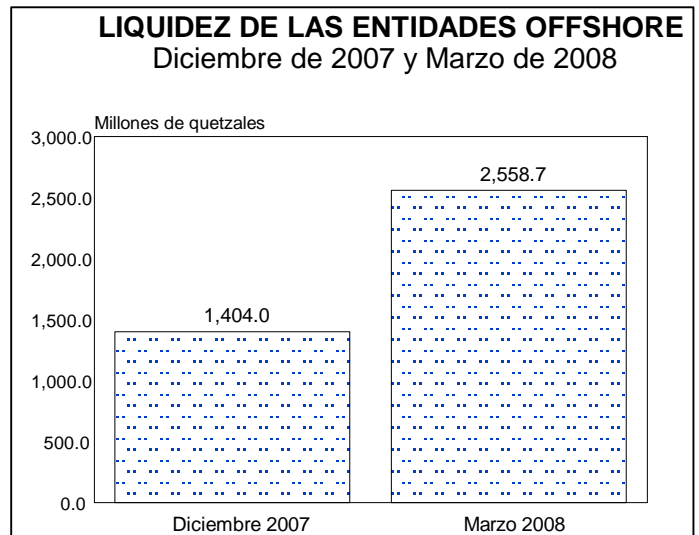


b) Entidades fuera de plaza (off shore)

Los datos disponibles permiten, de manera general, realizar un análisis desagregado de las operaciones de las entidades fuera de plaza, particularmente de las captaciones y del crédito al sector privado.

i) Liquidez

La liquidez de las entidades fuera de plaza²², al 31 de marzo de 2008, registró un aumento de Q1,154.7 millones (82.2%) con relación al nivel observado al 31 de diciembre de 2007, al pasar de Q1,404.0 millones a Q2,558.7 millones.



El incremento en la liquidez de las entidades fuera de plaza se compone, fundamentalmente, del incremento de Q892.5 millones en sus depósitos en bancos del exterior y de Q270.6 millones en sus depósitos en bancos de Guatemala.

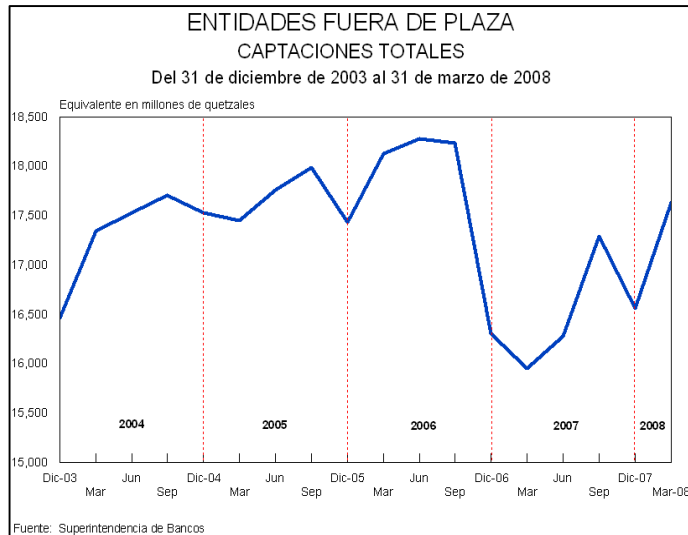
LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES OFFSHORE
DICIEMBRE DE 2007 Y MARZO DE 2008
Millones de quetzales

Concepto	2007	2008	Variación absoluta
Caja	2.4	0.1	-2.3
Depósitos en el Banco Central	7.3	2.7	-4.6
Depósitos en bancos del país	500.5	771.1	270.6
Depósitos en bancos del exterior	883.1	1,775.7	892.5
Cheques a compensar	7.2	8.1	0.9
Giros sobre el exterior	3.6	0.0	-3.6
Productos financieros por cobrar	0.1	1.1	1.0
Total	1,404.0	2,558.7	1,154.7

²² Se refiere a las disponibilidades (caja, depósitos monetarios, de ahorro, a plazo en bancos de Guatemala y bancos en el exterior, giros sobre el exterior y productos financieros por cobrar).

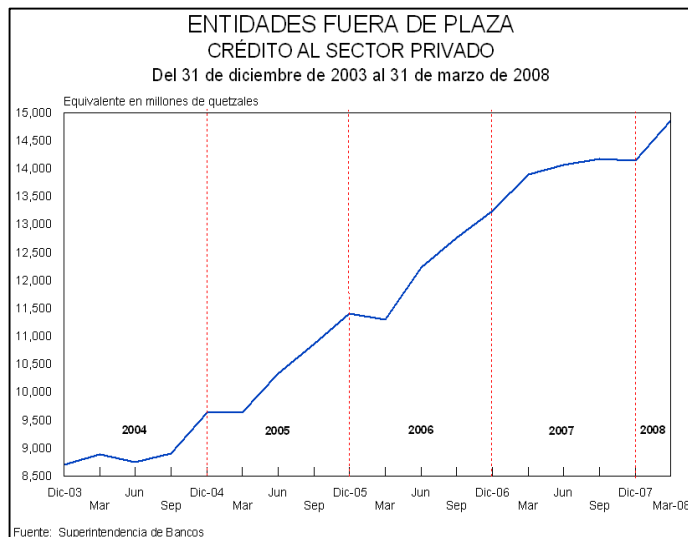
ii) Captaciones

Las captaciones totales (incluyendo obligaciones financieras) de las entidades fuera de plaza registraron, al 31 de marzo de 2008, un saldo por el equivalente a Q17,638.3 millones, monto superior en Q1,690.4 millones (10.6%) al registrado al 31 de marzo de 2007 y en Q1,076.4 millones (6.5%) al registrado el 31 de diciembre de 2007.



iii) Crédito al sector privado

El crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza, al 31 de marzo de 2008, registró un saldo por el equivalente de Q14,857.8 millones, monto superior en Q955.6 millones (6.9%) al observado al 31 de marzo de 2007 y en Q716.7 millones (5.1%) al registrado el 31 de diciembre de 2007.

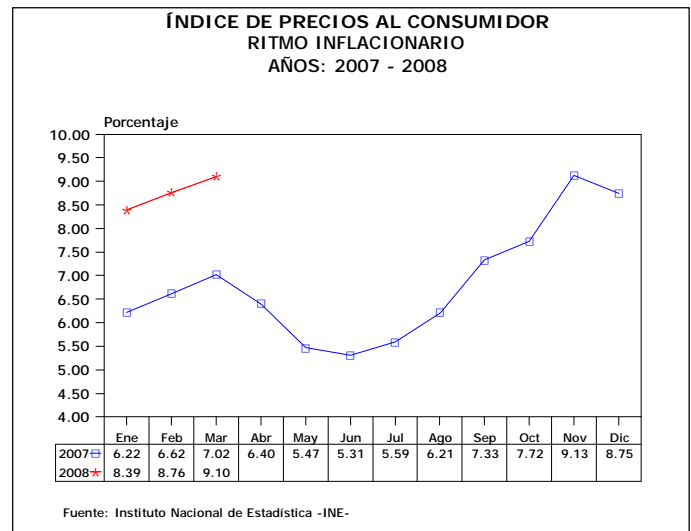


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de marzo de 2008

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 31 de marzo de 2008, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 9.10%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales. El referido porcentaje resulta superior en 2.08 puntos porcentuales al observado en marzo de 2007 (7.02%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a marzo de 2008 refleja el incremento que dentro del IPC registró, principalmente, la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 12.33%, que explica el 60.03% de la variación interanual del IPC. Destacan, por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Aceites y grasas* (37.02%); *Pan y cereales* (24.90%); *Leche, productos lácteos y huevos* (17.15%); *Frutas frescas, secas y en conserva* (10.87%); *Pescados y mariscos* (7.86%); *Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas* (7.43%); y, *Carnes* (6.05%). La división de gasto *hortalizas, legumbres y tubérculos* presentó una variación interanual negativa de 4.05%. En conjunto, los grupos de gasto indicados, explican el 96.7% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son: el *pan* (40.21%); la *leche* (27.54%); y,



los *productos de tortillería* (10.51%), que en conjunto representaron el 36.97% del total de la inflación a marzo de 2008.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%) registró a marzo un crecimiento interanual de 10.58%, que explica un 11.42% de la variación interanual del IPC. Sobresale en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de la *gasolina* (32.04%); del *transporte extraurbano* (22.91%); y, del *transporte urbano* (20.18%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%) registró a marzo de 2008 una variación interanual de 9.34% y explicó un 9.21% de la variación interanual del IPC. Incidieron en dicho comportamiento, principalmente, los precios medios del *gas propano* (26.27%); del *servicio de electricidad*, (10.17%); y, de los *alquileres reales de vivienda* (4.85%).

El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 80.66% de la variación interanual del IPC observada a marzo de 2008.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
marzo 2008

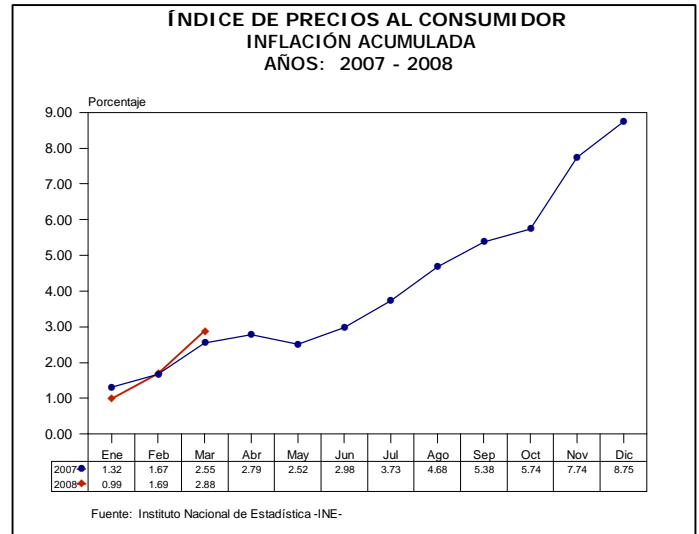
DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	marzo 2007	marzo 2008	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /2
ÍNDICE GENERAL	100.00	157.70	172.05	9.10	100.00
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	180.38	202.62	12.33	60.03
2. Vestuario y calzado	7.94	130.25	133.86	2.77	2.00
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	141.54	154.76	9.34	9.21
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	142.68	151.38	6.10	4.82
5. Salud	5.48	146.06	152.70	4.55	2.53
6. Transporte y comunicaciones	10.92	141.81	156.82	10.58	11.42
7. Recreación y cultura	6.83	153.39	161.37	5.20	3.80
8. Educación	5.60	154.23	161.98	5.02	3.10
9. Bienes y servicios diversos	6.52	143.31	150.19	4.80	3.10

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

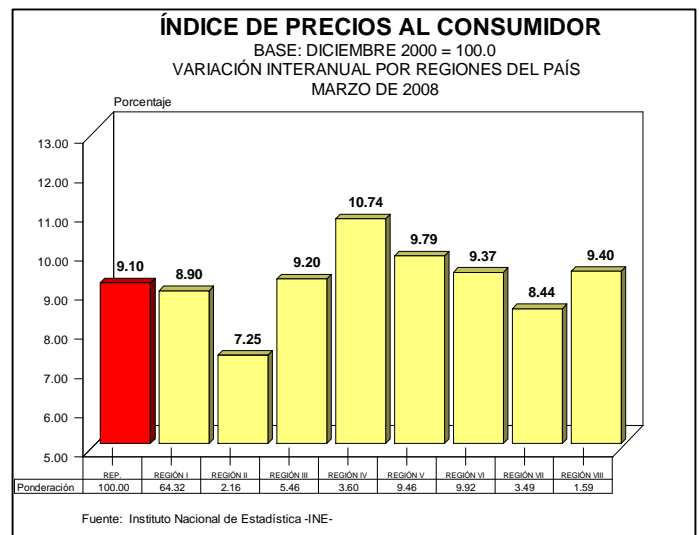
/1 Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

/2 Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

La inflación acumulada a marzo de 2008, a nivel república, alcanzó una variación de 2.88%, superior en 0.33 puntos porcentuales a la registrada al mismo mes del año anterior (2.55%).



A nivel de regiones²³, la Región IV registró el ritmo inflacionario más alto, 10.74%; la Región V exhibió una variación interanual de 9.79%; y, la Región VIII registró una variación de 9.40%. Por su parte, la Región I, que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 8.90%, inferior en 0.20 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (9.10%).



En la Región IV, con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente,

²³ Región I, Metropolitana (Departamento de 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.



por el alza en el precio medio del *pescado fresco y seco* (51.27%); y del *güisquil* (47.51%). Por su parte, el *pan* registró una variación de 37.18%; el *gas propano* (26.31%); *otras verduras y hortalizas* (31.93%); la *leche* (25.29%); la *gasolina* (33.78%); y, los *productos de tortillería* (19.14%). Cabe indicar que los incrementos mencionados explican, en conjunto, el 74.95% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región V, con una ponderación de 9.46%, obedece, particularmente, al alza registrada en el precio medio de la *papa* (64.54%); del *pan* (44.74%); de la *leche* (23.93%); del *gas propano* (25.65%); de la *gasolina* (33.24%); y, de los *productos de tortillería* (8.91%), rubros que en conjunto representaron el 51.68% de la variación de dicha región.

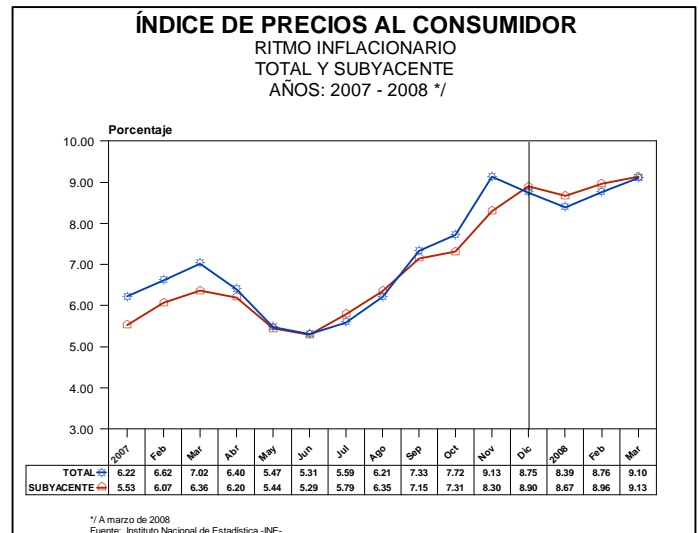
El incremento observado en la Región VIII, con una ponderación de 1.59%, se debe, principalmente, al alza registrada en el precio medio de los rubros siguientes: *papa* (42.05%); *otras frutas frescas* (38.37%); *pan* (37.39%); *gasolina* (31.49%); *leche* (25.43%); *productos de tortillería* (19.51%); y, *carne de aves fresca, refrigerada o congelada* (14.77%). Los referidos gastos básicos, en conjunto, explicaron el 59.18% de la variación de dicha región.

La variación interanual registrada en la Región I, con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en los precios medios del *pan* (40.16%); de la *gasolina* (32.13%); de la *leche* (28.32%); del *gas propano* (26.58%); del *transporte urbano* (21.14%); de la *carne de aves fresca, congelada y refrigerada* (12.29%); y, de los *almuerzos* (5.87%). Los citados productos representaron, en conjunto, el 51.35% del total de la variación registrada.

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 los índices de precios de algunos bienes y servicios que son altamente volátiles o están sujetos a choques internos o externos. A este respecto, para el caso de Guatemala, se excluyen los índices de los grupos de gasto siguientes: *frutas frescas, secas y en conserva; hortalizas, legumbres y tubérculos; gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo; y, gasolinás*, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.04%, respectivamente, para un total de 8.18%.

La inflación subyacente, a nivel república, registró, a marzo de 2008²⁴, una variación interanual de 9.13% (6.36% a marzo de 2007), superior en 0.03 puntos porcentuales a la inflación total (9.10%).



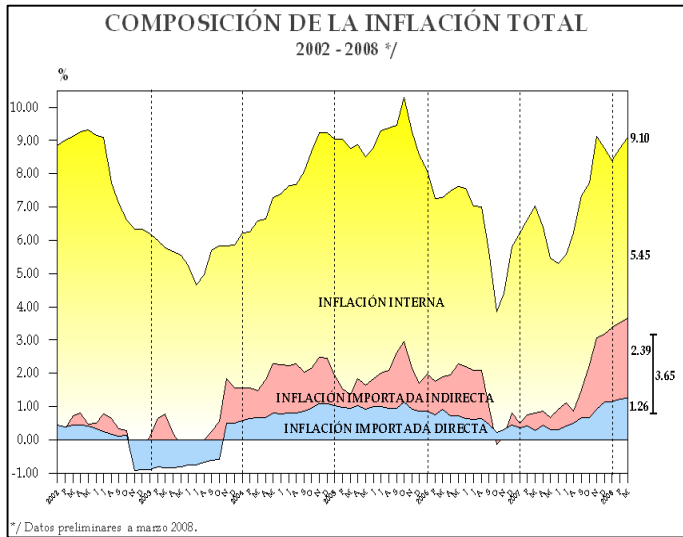
3. Inflación importada

A marzo de 2008, la inflación importada explica 3.65 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (9.10%), de los cuales 1.26 puntos porcentuales

²⁴ Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, atendiendo una solicitud del Comité de Ejecución presentaron tres métodos para medir la inflación subyacente dinámica. Dichos métodos excluyen los precios de los bienes y servicios más volátiles del Índice de Precios al Consumidor -IPC- y que, al no ser siempre los mismos, permiten medir la inflación subyacente dinámica. El primer método consiste en excluir aquellos precios de bienes y servicios cuya variación intermensual positiva o negativa (ajustada por su impacto en el IPC) resulta equivalente a dos desviaciones estándar. El segundo método se basa en una propuesta del Fondo Monetario Internacional -FMI-, que consiste en excluir los precios de los bienes y servicios más volátiles que resulten de multiplicar la variación intermensual positiva o negativa de cada producto por la ponderación de cada uno de los gastos básicos que conforman el IPC, equivalente a dos desviaciones estándar. Por su parte, el tercer método consiste en excluir los precios de los bienes y servicios cuya variación intermensual positiva o negativa es equivalente a dos desviaciones estándar.

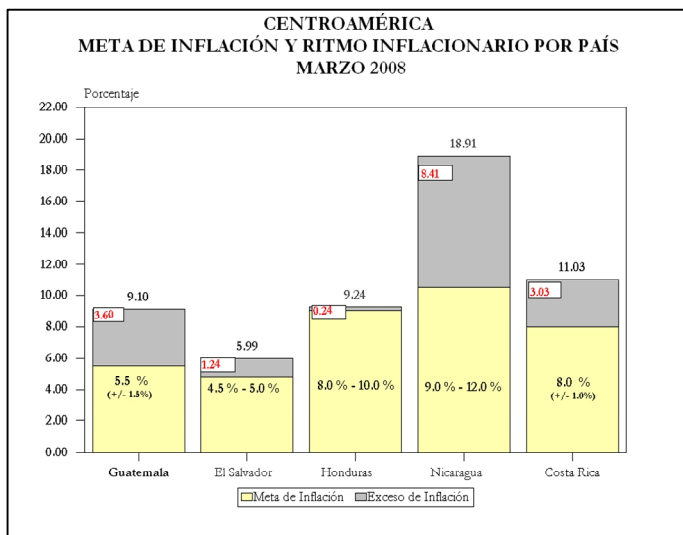
Tomando en cuenta las bondades de los tres métodos objeto de análisis, los cuerpos técnicos y el Comité de Ejecución concluyeron que el tercer método; es decir, el que se basa en la exclusión de las variaciones intermensuales, es el que se ajusta a la estructura del IPC del país, dado que es transparente y fácil de interpretar por parte de los agentes económicos, permite obtener una mejor medición del comportamiento de la inflación que obedece a factores monetarios, característica de especial importancia para la conducción de la política monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación y, además, no está influenciado por el peso relativo de cada producto en el índice de precios al consumidor. Con este método, la inflación subyacente dinámica a marzo de 2008 se ubicó en 6.89%.

corresponden a la inflación importada directa y 2.39 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta.



En el cálculo de la inflación importada no se incluye el efecto proveniente de los aumentos en los precios del maíz y del trigo a nivel mundial, los cuales habrían influido de manera importante en la citada inflación.

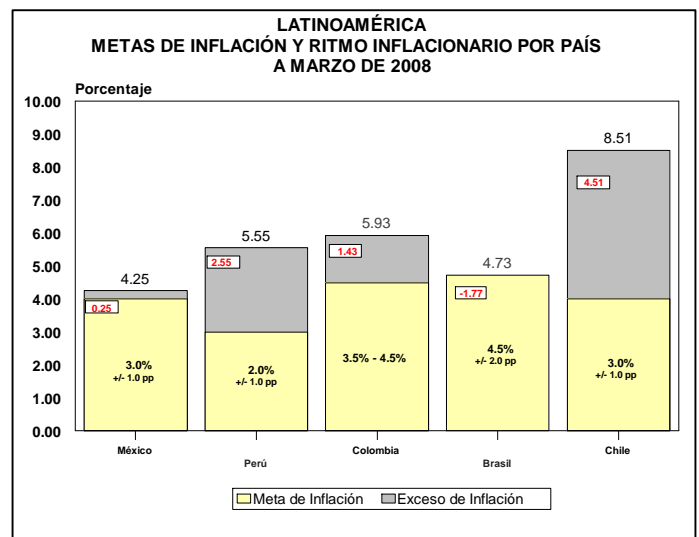
Cabe resaltar que en los países de Centroamérica al igual que Guatemala han mostrado ritmos inflacionarios por encima de sus metas puntuales previstas para 2008, situación que se asocia, principalmente, al efecto proveniente de la inflación importada.



Los choques de oferta que se han venido comentando, también han afectado a otros países de Latinoamérica que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, entre los que se encuentran Chile, Colombia, México y Perú. En efecto, dichos

choques han aumentado el nivel general de precios por encima de las metas de inflación establecidas por sus bancos centrales. En general, esos choques obedecen a incrementos sostenidos en los precios internacionales del petróleo y derivados, así como de los alimentos.

En esos países, resalta el caso de Chile que registró un ritmo inflacionario a marzo de 2008 de 8.51%, superior en 4.51 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año. Por su parte, Perú y Colombia registraron un ritmo inflacionario de 5.55% y 5.93%, en su orden, los cuales también se ubicaron por encima de las metas de inflación que establecieron para 2008.



4. Respuesta de política monetaria

Como se indicó, desde el segundo semestre de 2007, se inició una tendencia alcista de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo, que han impactado en el comportamiento de la inflación, la cual se ubicó a finales de 2007 por arriba de la meta establecida para dicho año (5% +/- 1 punto porcentual), situación que ha prevalecido en el primer trimestre de 2008, dado que la inflación observada se ubica por arriba de la meta establecida para el presente año.

En respuesta a dicha tendencia y con el objeto de moderar las expectativas inflacionarias y contrarrestar los efectos de segunda vuelta, la Junta Monetaria en 2007 aumentó la tasa de interés líder de la política monetaria en seis ocasiones (25 puntos básicos en cada una), hasta ubicarla a finales de ese año en 6.50%, siendo Guatemala, a nivel mundial, uno de los países que más aumentó su tasa de interés de política monetaria en el referido año.



En marzo de 2008, Junta Monetaria nuevamente incrementó la tasa de interés líder en 25 puntos básicos de 6.50% a 6.75%. En esta ocasión tomó en consideración que el ritmo inflacionario registrado a febrero había revertido la desaceleración observada en los dos meses previos y era importante moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta, derivados de los choques de oferta que continuaban incidiendo en el comportamiento del índice de precios, principalmente por los elevados precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como de los productos derivados de los mismos.

Es relevante puntualizar que las decisiones de la Junta Monetaria en términos de ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, se basan en un análisis integral de las condiciones internas y externas que afectan la inflación, para lo cual toma en consideración el Balance de Riesgos de Inflación, el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria y los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y tienen como propósito de moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta que provienen de los choques externos de oferta, antes citados.

B. COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Dada la incidencia del comportamiento de los agregados monetarios sobre la inflación, estos constituyen variables indicativas que pueden evidenciar la presencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Durante el primer trimestre de 2008, las variables relevantes como la emisión monetaria y el crédito bancario al sector privado han convergido a sus corredores estimados, en tanto que los medios de pago y la base monetaria amplia se han ubicado por debajo del límite inferior de los respectivos corredores estimados. Este comportamiento contrasta con el observado en el mismo período de 2007, en el que se presentaron desvíos respecto de los límites superiores de los corredores estimados, principalmente en la emisión monetaria y en el crédito bancario al sector privado, situación que evidenciaba una exacerbación de las expectativas de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario, asociada a la suspensión de operaciones de dos entidades bancarias. En ese sentido, el comportamiento en 2008, como se examina más adelante, denota una mejora importante en la confianza de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario del país.

A continuación se presenta el comportamiento de los agregados monetarios al primer trimestre de 2008.

1. Liquidez primaria

La Junta Monetaria en resolución JM-64-2006 dispuso, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y de las OEM que tienen incidencia en la liquidez bancaria, denominado base monetaria amplia. En ese sentido, la orientación que brinda la liquidez primaria como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables²⁵.

A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 27 de marzo de 2008.

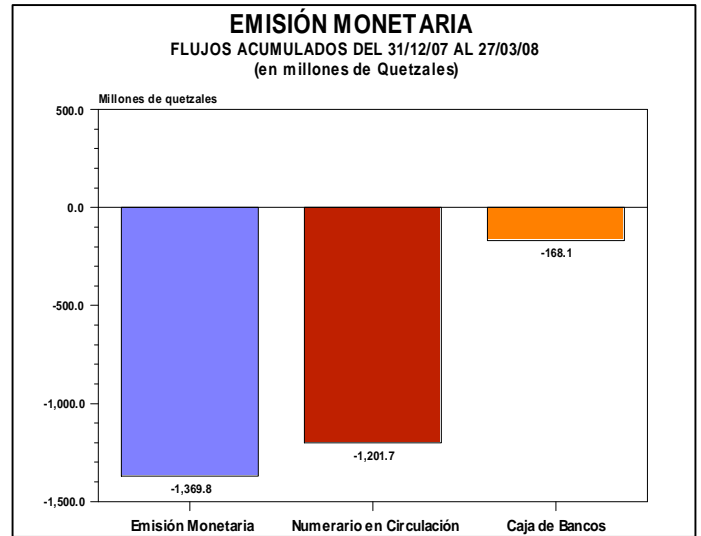
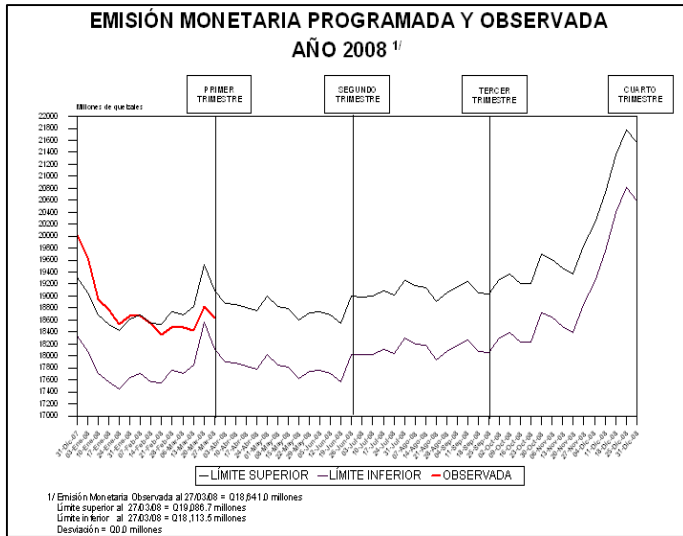
a) Emisión monetaria

Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2008, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos interanuales, en 11.9%, compatible con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 5.3% y con la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

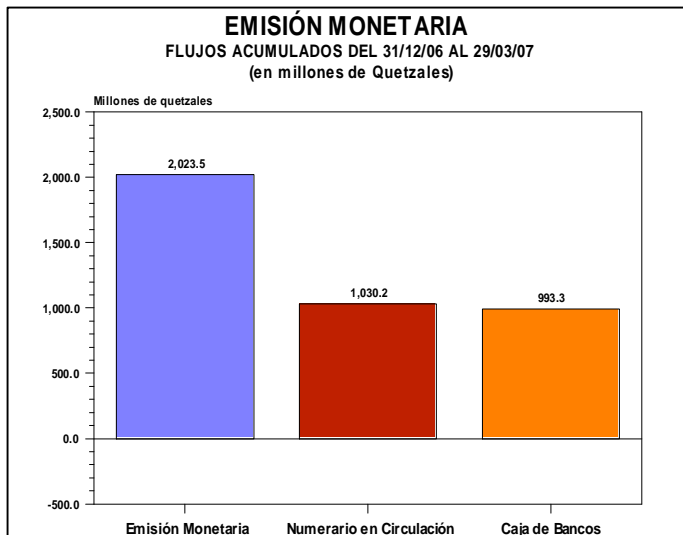
Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

Durante enero de 2008, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando al 31 de enero un desvío promedio de Q256.8 millones; dicho excedente se explicó, por el lado de la oferta, por el hecho de que en el período en mención, el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala fue menor en aproximadamente Q2,091.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario vigente, comportamiento que fue moderado, parcialmente, por el mayor nivel en el saldo de las OEM con el sector privado por alrededor de Q624.0 millones en relación a lo previsto en el referido programa monetario. Cabe destacar que en el período febrero-marzo de 2008, la emisión monetaria se ubicó dentro del corredor programado.

²⁵ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.



La convergencia de la emisión monetaria a sus valores programados, se evidencia en el comportamiento de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), que se explica por una menor preferencia de liquidez por parte del público. Durante el primer trimestre 2007, tanto el numerario en circulación (efectivo en poder del público), como la caja de bancos (efectivo en poder de los bancos del sistema), presentaban incrementos importantes que no eran congruentes con el comportamiento esperado. En contraste, en el mismo período de 2008 se observa una reducción importante en ambos componentes de la emisión monetaria, comportamiento que es congruente, por un lado, con la estacionalidad de dicha variable y con los valores estimados. La reducción del numerario en circulación y el dinamismo en las captaciones bancarias, confirma la mejora en las expectativas de los agentes económicos con relación al desempeño del sistema bancario.



b) Base monetaria amplia

De acuerdo con la teoría monetaria, la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación) más las reservas bancarias (encaje bancario). Su importancia radica en que representa el agregado monetario básico que puede ser controlado directamente por el banco central y que posee un efecto multiplicador en los medios de pago.

A fin de mejorar la funcionalidad del concepto de dinero del alto poder, la base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las OEM de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento de hasta 91 días)²⁶.

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, el seguimiento de la base monetaria amplia se realiza mediante un corredor que es consistente con dicho rango y que incorpora posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

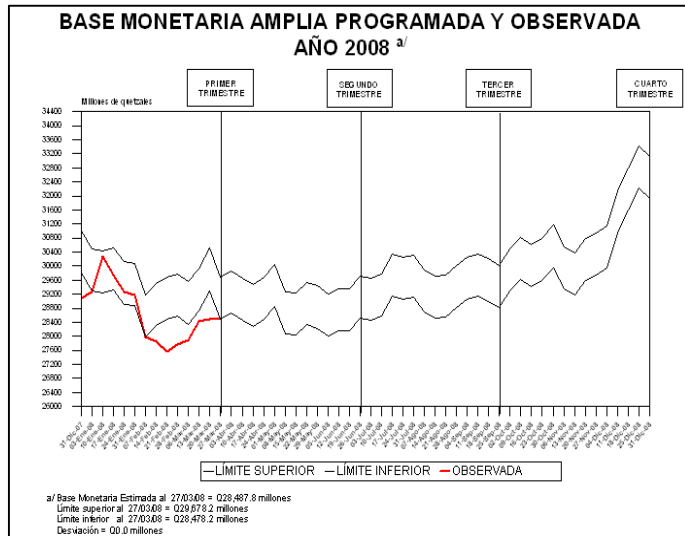
Al finalizar el año, la base monetaria amplia se estima crezca 9.3% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2007, lo que representa un aumento de Q2,827.2 millones.

A partir de la segunda semana de enero y hasta la primera semana de febrero, la base monetaria amplia no registró desvío alguno, situándose dentro del corredor programado. A partir de la segunda semana de febrero y hasta el 20 de marzo, la referida variable se ubicó por debajo del límite inferior del corredor programado, registrando un desvío promedio en el citado período de alrededor de Q627.0 millones. Dicho

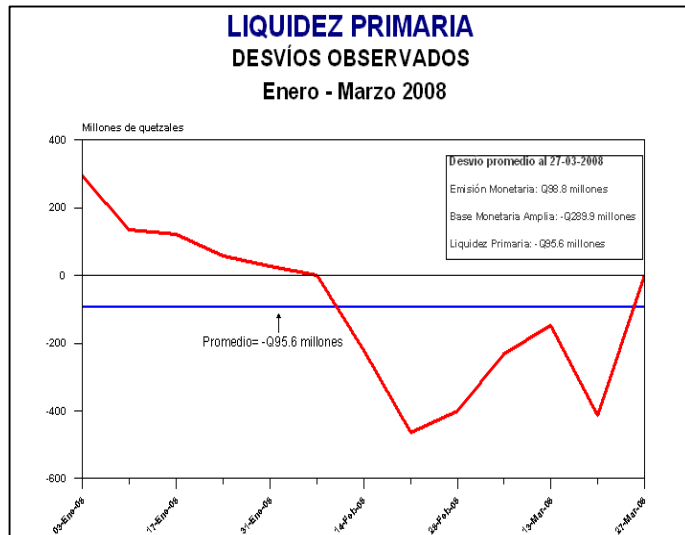
²⁶ Esta versión amplia de base monetaria es consistente con lo previsto en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (Edición 2000) del Fondo Monetario Internacional.



desvío se explica, principalmente, por la disminución registrada en el saldo promedio de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo (hasta 91 días), al pasar de Q1,575.3 millones el 7 de febrero a Q703.0 millones el 20 de marzo del presente año. Cabe indicar que durante la última semana de marzo, la base monetaria amplia se ubicó nuevamente dentro del corredor programado para 2008.

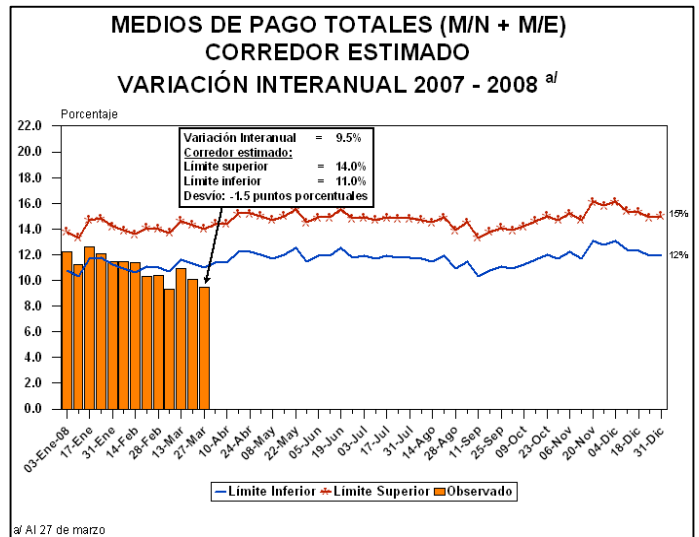


La liquidez primaria; en el primer trimestre exhibió un desvío promedio de -Q95.6 millones, sugiriendo una política monetaria relajada en la mayor parte del período e invariable a partir del 27 de marzo de 2008.



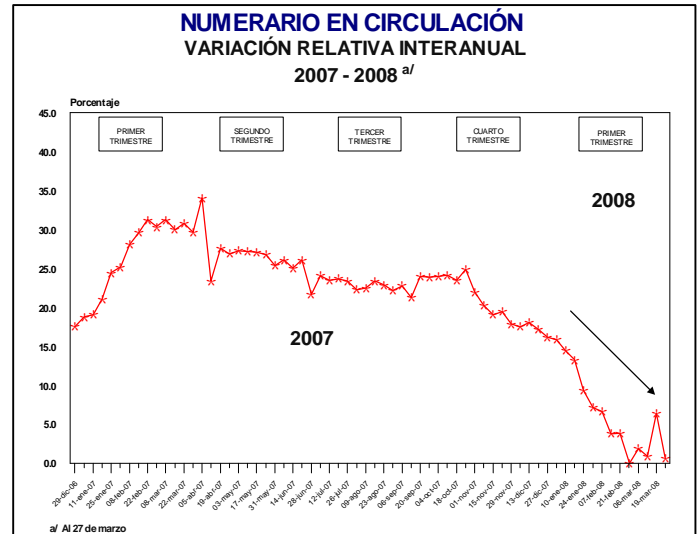
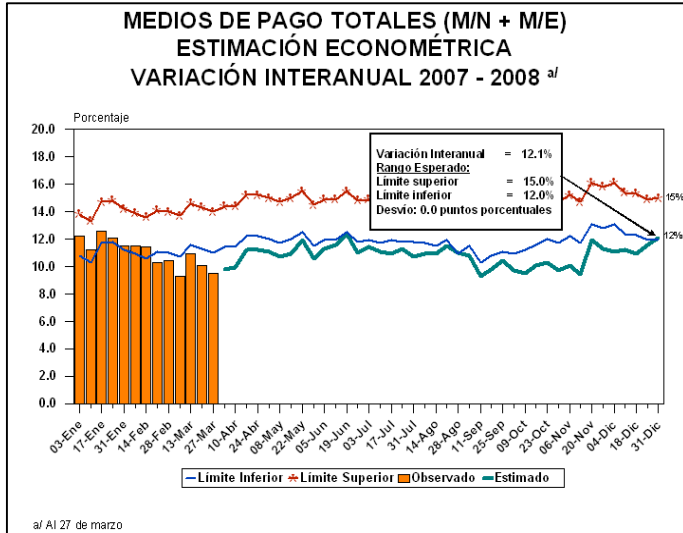
2. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estimó que los medios de pago -M2- crecerían entre 12.0% y 15.0% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 27 de marzo de 2008, la variación interanual de los medios de pago fue de 9.5%, la cual se ubicó por debajo del margen de tolerancia estimado para esa fecha (11.0% - 14.0%).



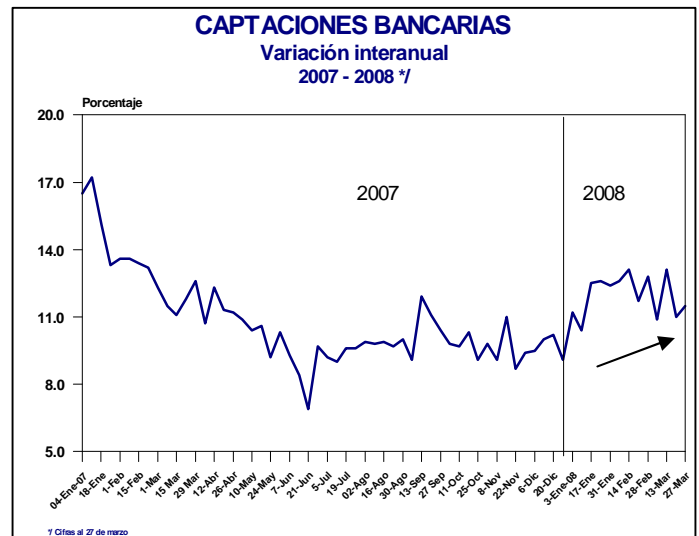
Además de considerar el corredor estimado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2008, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2007, como la información que se observa periódicamente.

Al 27 de marzo de 2008, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 12.1%, la cual se ubicó dentro del rango estimado para diciembre de 2008 (12.0% - 15.0%).



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 econométrica²⁷. Al 27 de marzo de 2008, la orientación ponderada presentó un valor negativo de 0.75 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada²⁸.

No obstante, los medios de pago se han ubicado desde febrero de 2008 por debajo del límite inferior del corredor estimado, la composición de los mismos es positiva, sobretudo si se toma en cuenta que el mismo obedece a una reducción en el dinamismo de uno de sus componentes con mayor efecto en la inflación (numerario en circulación) y al incremento en el dinamismo de las captaciones bancarias (depósitos monetarios, de ahorro y a plazo). Por otra parte, debe tomarse en cuenta que en 2007 los medios de pago registraron crecimientos por encima de sus valores programados.



²⁷ 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 2008, estimada econométricamente, y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2008 (12.0%-15.0%).

²⁸ 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.

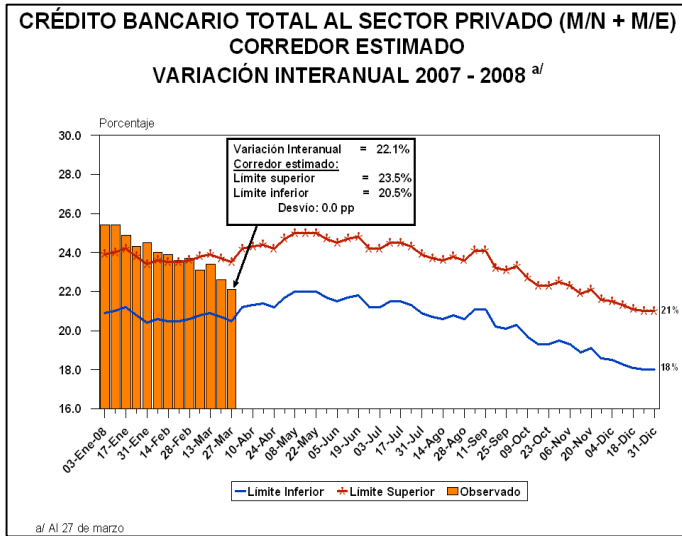
3. Crédito bancario al sector privado

a) Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 18.0% y 21.0%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

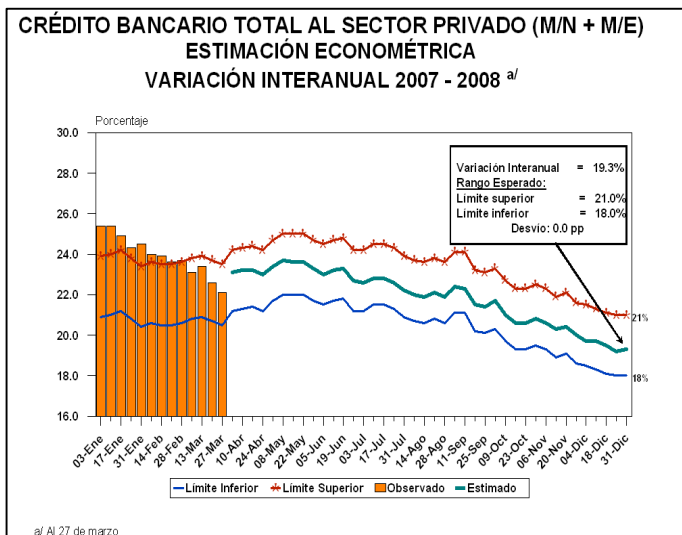
Al 27 de marzo de 2008, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 22.1%²⁹, dentro del corredor estimado para esa fecha (20.5% - 23.5%).

²⁹ 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 18.3%, inferior a la registrada en igual período de 2007 (26.9%).



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 total al sector privado para diciembre de 2008, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional de esta variable en el período 1998-2007, como la información que se observa periódicamente.

Al 27 de marzo de 2008, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 19.3%, la cual se ubica dentro de los límites del rango estimado para diciembre de 2008 (18.0% - 21.0%).



En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario total al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene por medio 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 27 de marzo de 2008, la orientación promedio presentó un valor de cero puntos porcentuales, debido a que tanto el valor observado de la variable como su estimación econométrica se situaron dentro de los respectivos corredores estimados para esa fecha, lo que estaría sugiriendo una política monetaria invariable³⁰.

C. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2008 Y PARA DICIEMBRE DE 2009

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a marzo de 2008 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 7.44%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Por su parte, para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario de 6.62%, también por arriba de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.5% +/- 1 punto porcentual).

D. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL -MMS-

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 2008³¹ y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos.

1. Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un diagrama de abanico, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los

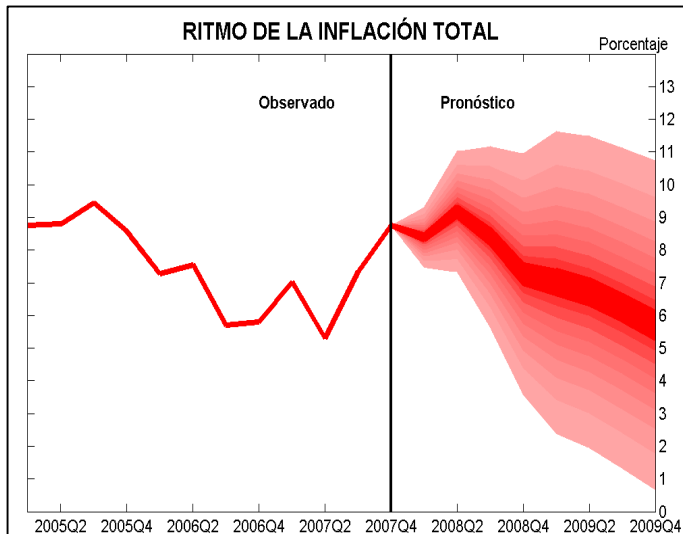
³⁰ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

³¹ En Anexo 2 se detallan los resultados del referido corrimiento.



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 2008-2009, generado por el primer corrimiento del MMS en 2008. 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 2008 es de 7.27%; mientras que para el cuarto trimestre de 2009 es de 5.70%.



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 2008 y 2009 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.

2. Riesgos de inflación del MMS

Los riesgos de inflación del MMS muestran 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.

Cuarto Trimestre de 2008

Meta	5.5%
Margen de Tolerancia	± 1.5 puntos porcentuales

	Pronóstico en		Diferencia (C) = (B) - (A)
	2007Q4 (A)	2008Q1 (B)	
Pronóstico Modal	6.16%	7.27%	1.11%
P(p > Pronóstico Modal)	69.92%	50.00%	-19.92%

Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:

	Pronóstico en		Diferencia (C) = (B) - (A)
	2007Q4 (A)	2008Q1 (B)	
P(p ∈ [4%, 7%])	35.17%	37.97%	2.80%
P(p ≥ 7%)	51.26%	54.73%	3.47%
P(p < 4%)	13.57%	7.30%	-6.27%

Cuarto Trimestre de 2009

Meta	5.5%
Margen de Tolerancia	± 1 puntos porcentuales

	Pronóstico en		Diferencia (C) = (B) - (A)
	2007Q4 (A)	2008Q1 (B)	
Pronóstico Modal	4.16%	5.70%	1.54%
P(p > Pronóstico Modal)	75.01%	50.00%	-25.01%

Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:

	Pronóstico en		Diferencia (C) = (B) - (A)
	2007Q4 (A)	2008Q1 (B)	
P(p ∈ [4.5%, 6.5%])	21.86%	25.17%	3.31%
P(p ≥ 6.5%)	35.74%	39.48%	3.74%
P(p < 4.5%)	42.40%	35.35%	-7.05%

Como se observa en el primer cuadro, la meta de inflación para 2008 es 5.5%, con un margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales. De acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2007, existía un 35.17% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la mencionada meta de inflación, un 51.26% de probabilidad de que la inflación se situara por encima de la meta y un 13.57% 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 2008, existe un 37.97% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, un 54.73% de

probabilidad de que la inflación se ubique por arriba de la meta y un 7.30% de probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

Por su parte, el segundo cuadro muestra el pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2009, generado en el primer corrimiento del MMS en 2008. Como se observa en dicho cuadro, la meta de inflación para 2009 es de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2008, existe un 25.17% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de inflación, un 39.48% de probabilidad de que la inflación se encuentre por encima de la meta y un 35.35% de probabilidad de que la inflación interanual se ubique por debajo de la referida meta.

E. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

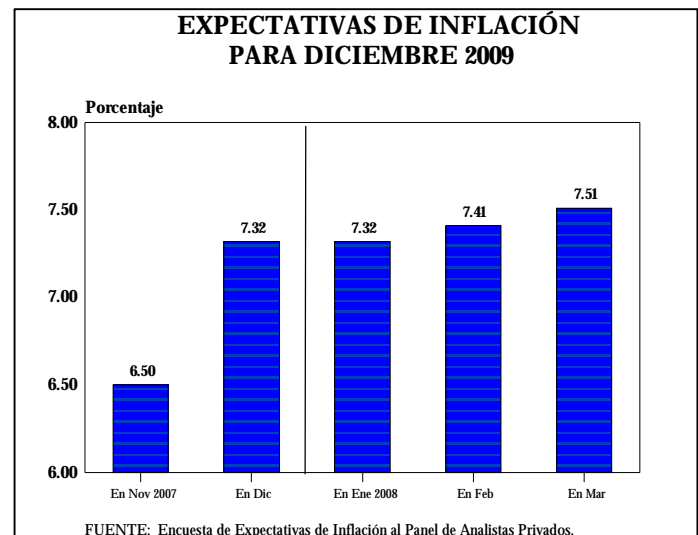
1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados

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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-³² realizada en marzo de 2008, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 8.25%, porcentaje superior en 0.63 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2007 (7.62%) y mayor al límite superior de la meta de inflación determinada para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).



Dicho panel estima que la inflación para diciembre de 2009 se ubicará en 7.51%, porcentaje superior a la meta determinada para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual). Cabe indicar que a partir de diciembre de 2007, el pronóstico para 2009 de dicho panel se ha mantenido por arriba de 7.0%.



2. Expectativas implícitas de inflación

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo³³ y

³² Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política económica, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.

³³ 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.

las tasas de interés de corto plazo³⁴. 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 país³⁵, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a marzo de 2008, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.05 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1.5 puntos porcentuales lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en marzo de 2008, respecto del observado en marzo de 2007 (6.82 puntos porcentuales), se observa una disminución de 0.77 puntos porcentuales en las referidas expectativas.

A partir de marzo de 2007, se observa una tendencia a la baja en el referido indicador, lo que denotaría una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos.



³⁴ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEM (que incluye hasta 182 días).

³⁵ La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

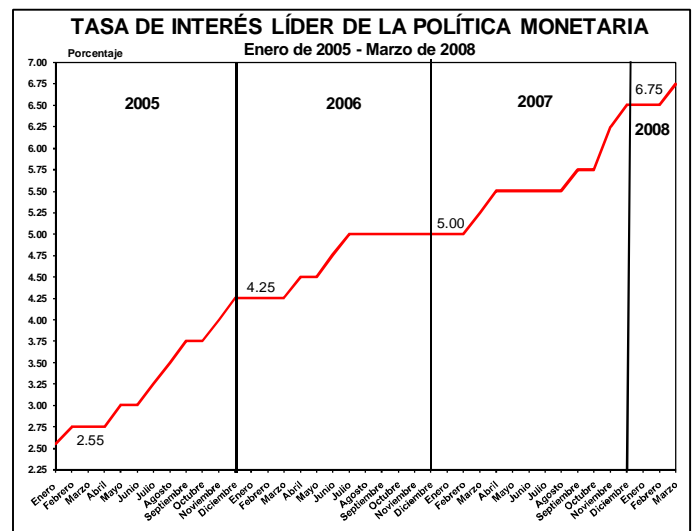
F. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de estabilización monetaria -OEM-

a) En moneda nacional

i) Por plazo

Durante el período comprendido de enero a marzo de 2008, en las Operaciones de Estabilización Monetaria -OEM- que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD-, y en las Bolsas de Comercio al plazo de 7 días, la Junta Monetaria, luego de conocer el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, decidió incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.50% a 6.75%.



El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo analizado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, dispuso que en enero el Banco de Guatemala continuara convocando a licitación a los plazos de 3, de 8 y de 10 años, los viernes de cada semana, sin cupo preestablecido. Asimismo, dicho Comité determinó que el pago de intereses se realizara en forma semestral, con el fin de mantener las mismas condiciones en las que opera el Ministerio de Finanzas Públicas.

Posteriormente, con motivo de la participación del Ministerio de Finanzas Públicas en el mercado de valores a plazos largos, el Comité de Ejecución decidió que el Banco de Guatemala suspendiera, a partir del 8 de febrero, las licitaciones a plazos mayores de 3 años. Dicha medida se orientó a evitar la competencia



con las colocaciones del Ministerio de Finanzas Públicas a los plazos de 6, de 10 y de 12 años.

Las tasas de interés de las OEM en el mecanismo de licitación por plazo, se muestran a continuación.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EN LICITACIÓN DE ENERO A MARZO 2008
- En Porcentajes -

PLAZO	ENERO	FEBRERO	MARZO
3 AÑOS	7.35	7.50	7.50
8 AÑOS	-	8.10	-

Nota: Para el plazo de 10 años no se adjudicaron posturas

ii) Por fecha de vencimiento

El Comité de Ejecución, con el propósito de reducir la fragmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y fortalecimiento del mercado secundario y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de depósitos a plazo, acordó continuar con las licitaciones de Depósitos a Plazo -DP- por fecha de vencimiento, por medio de las bolsas de comercio, los lunes de cada semana, adjudicando las posturas por precio y con valores nominales estandarizados de Q100.0 miles, de Q1.0 millones y de Q10.0 millones.

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 2 de enero al 25 de febrero de 2008, se establecieron las siguientes: 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008, y 8 de diciembre de 2008. Para las licitaciones realizadas a partir del 3 de marzo, la fecha de vencimiento del 10 de marzo de 2008 fue sustituida por la del 9 de marzo de 2009. Dichas fechas se determinaron en función de los espacios monetarios que indica el programa monetario.

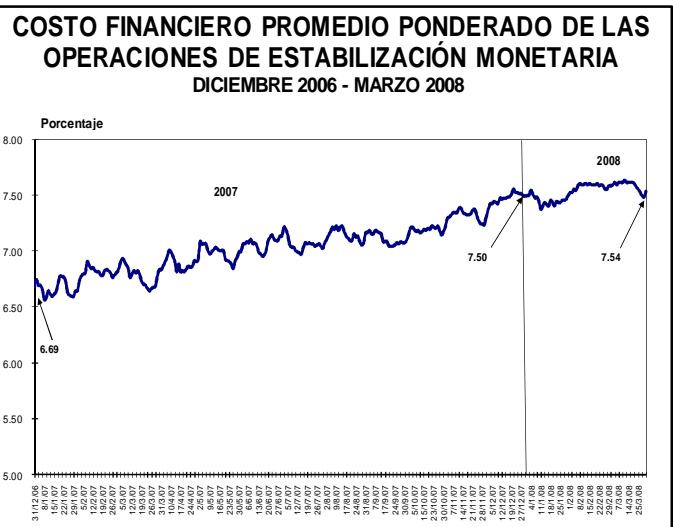
El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada una de las fechas de vencimiento, los cuales se fijaron tomando en cuenta los vencimientos de DP originalmente colocados por medio de licitaciones, el excedente de liquidez, según el programa monetario, y la regla establecida para el efecto, en un entorno que propicie gradualmente la reducción del saldo de las OEM de muy corto plazo (7 días).

Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución estableció que se

convocara a licitaciones semanalmente, por fechas de vencimiento y por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados. Los precios de adjudicación serían determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se recibieran.

Las licitaciones realizadas por medio de las bolsas de comercio y en forma directa con entidades públicas constituyen un mecanismo competitivo de colocación, por lo que los precios de adjudicación son determinados de acuerdo a las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas recibidas. En ese sentido, es importante mencionar que en los precios demandados en cada postura, los participantes toman en cuenta sus expectativas en cuanto a la evolución de las diferentes variables, así como los plazos remanentes respecto de cada fecha de vencimiento.

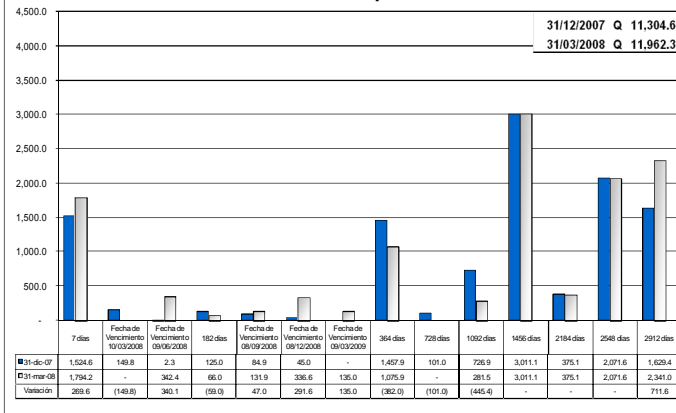
El costo financiero promedio ponderado del saldo de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2007 al 31 de marzo de 2008, mostró un ligero aumento, al pasar de 7.50% a 7.54%, como resultado de la colocación de OEM a los plazos de 1092 días (3 años) y de 2912 días (8 años); así como de la disminución de los saldos de las OEM a corto plazo (hasta un año plazo).



En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2007 y el 31 de marzo de 2008, así como los diferentes plazos.



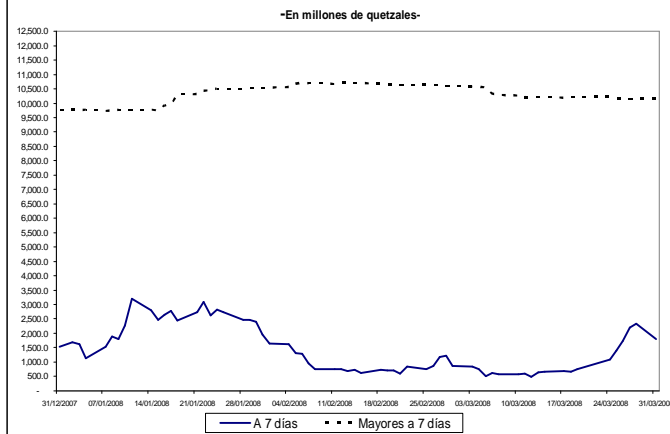
SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
AL 31/12/2007 Y AL 31/03/2008
En millones de quetzales



Al analizar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores. Como se observa durante el período objeto de análisis dichas operaciones se concentraron en plazos mayores a 7 días, alcanzando un saldo mínimo de Q9,739.9 millones el 7 de enero de 2008 y un máximo de Q10,720.1 millones el 12 de febrero de 2008.

En cuanto a las operaciones a 7 días, éstas registraron un saldo máximo de Q3,203.1 millones el 11 de enero de 2008 y un mínimo de Q491.4 millones el 12 de marzo de 2008. El saldo total de las OEM registrado al 31 de marzo de 2008 ascendió a Q11,962.3 millones, del cual Q1,794.2 millones (15.0%) corresponde al plazo de 7 días.

OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
SALDOS DIARIOS POR PLAZO
DICIEMBRE 2007 - MARZO 2008
-En millones de quetzales-



Por otra parte, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estableció que el Banco de Guatemala deberá velar porque las tasas de

interés de corto plazo no fluctúen en forma abrupta, para lo cual podrá participar en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- o en las bolsas de comercio, inyectando o retirando liquidez cuando se observe volatilidad en el mercado de dinero.

El Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés que mantenga el margen de 1.50 puntos porcentuales sobre la tasa líder de política monetaria. La garantía de las operaciones de inyección de liquidez se constituirá recibiendo Certificados de Depósitos a Plazo del Banco de Guatemala o títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

Como consecuencia del último aumento a la tasa de interés líder de política monetaria, vigente a partir del 27 de marzo de 2008, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 8.25%.

De enero a marzo de 2008 se realizaron operaciones de inyección de liquidez al plazo de 7 días, por un monto de Q1,196.1 millones y hubo vencimientos por Q1,055.4 millones, por lo que el saldo de dichas operaciones se ubicó, al 31 de marzo de 2008, en Q140.7 millones.

b) En moneda extranjera

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de DP en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité de Ejecución instruyó a la Gerencia General y a la Gerencia Financiera del Banco de Guatemala para que en caso se observara volatilidad en el tipo de cambio nominal, se convocara a licitación de DP en dólares de los Estados Unidos de América a los plazos de 91, de 182 y de 364 días, sin cupo preestablecido. Para la adjudicación de las posturas se debería tomar como referencia la tasa de interés de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

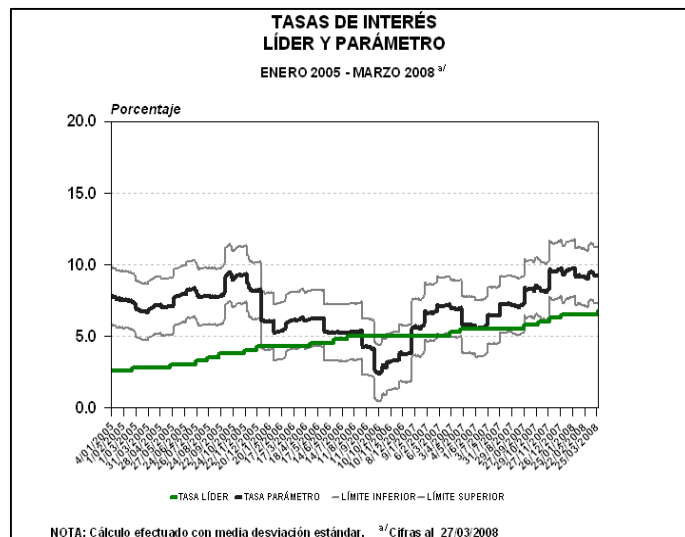
Durante el período de enero a marzo de 2008, no fue necesario convocar a licitación de DP en la moneda citada.

Por otra parte, el Comité de Ejecución acordó que se continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de DP en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos que se estime convenientes. Cabe mencionar que al 31 de marzo de 2008, el saldo de las OEM en dólares de los Estados Unidos de América fue de US\$46.7 millones.

2. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la "Regla de Taylor"³⁶ e incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada así como de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés de mercado que deberían privar para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 establece comparar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

Al 27 de marzo de 2008, la tasa de interés parámetro se situó en 9.27% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 11.24% y 7.29%, respectivamente. Durante el primer trimestre, la tasa de interés líder de la política monetaria se mantuvo en 6.75% por debajo de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro, lo cual indica que la política monetaria debió ser más restrictiva.



3. Tasa de interés pasiva de paridad

La competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional puede ser evaluada si se le compara con la tasa de interés pasiva de paridad. Esta última se define como la sumatoria 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 análisis se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo de los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación de Guatemala y la inflación de sus principales socios comerciales a diciembre de 2008. 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 internacional³⁷ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

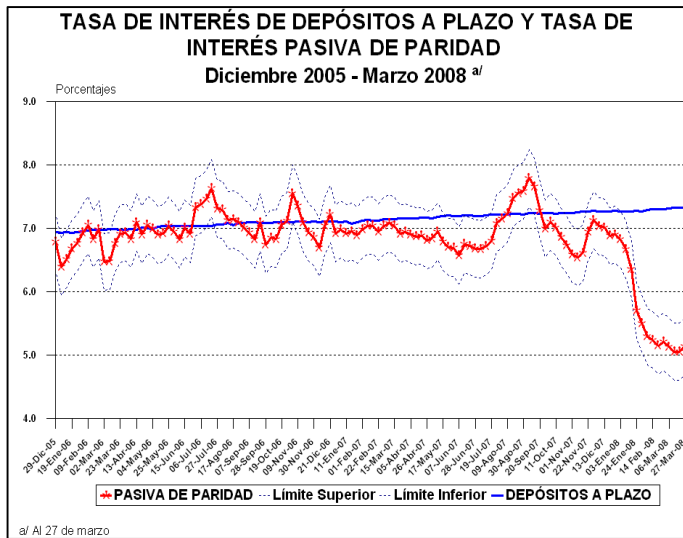
Durante el período de enero al 27 de marzo de 2008 se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue superior a la tasa de interés pasiva de paridad. En efecto, al 27 de marzo, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.32%; en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 5.14%.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad³⁸, ésta se ubicó dentro de dicho margen durante la primera semana de enero, sugiriendo una orientación de política monetaria invariable. A partir de la segunda semana de enero y hasta el 27 de marzo, la referida variable se situó por arriba del límite superior del referido margen de tolerancia, lo que sugiere relajar las condiciones monetarias.

³⁶ Indicador utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado tasa parámetro.

³⁷ Se utiliza la tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.

³⁸ 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.



G. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Para 2008, la Junta Monetaria acordó continuar con el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada categoría de orientación³⁹, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 27 de diciembre de 2007 y al 27 de marzo de 2008.

³⁹ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009.

COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	27/12/2007 (%)	27/03/2008 (%)
Relajada	8.79	17.86
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	20.33
Moderadamente restrictiva	0.00	27.98
Restrictiva	82.14	33.83
TOTAL	100.00	100.00

IV. ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central. En dicho programa, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en 11.9% respecto del nivel observado a finales de 2007.

A continuación se presenta el programa monetario, que incorpora la información observada al primer trimestre de 2008.

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

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2007 AL 31 DE MARZO DE 2008
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	CIFRAS ACUMULADAS		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	-379	145	524
US\$	-47	18	65
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-27	-551	-524
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-2017	-400	1617
1.1. Gobierno Central	-1420	-76	1344
1.2. Resto sector público	-597	-325	273
2. Posición con bancos y financieras	534	43	-490
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	534	43	-490
3. Otros activos netos	211	-657	-868
3.1. Gastos y productos	89	-377	-466
3.2. Activos netos no clasificados	122	-280	-402
4. Operaciones de estabilización monetaria	0	-425	-425
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	1245	888	-357
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-406	-406	0

Memorándum:
OEM TOTALES

-799

-666

133



A. MONETIZACIÓN EXTERNA

En el programa monetario se previó que al 31 de marzo de 2008 el nivel de RMIN disminuiría en Q379.0 millones (US\$47.0 millones); sin embargo, al finalizar el primer trimestre dichas reservas exhibieron un aumento de Q145.0 millones (US\$18.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, lo que significa un desvío de Q524.0 millones (US\$65.0 millones) respecto a lo programado. Dicho resultado se asocia, principalmente, al hecho de que en el primer trimestre se percibieron ingresos adicionales a los programados provenientes de la inversión de las referidas reservas en los mercados financieros internacionales por alrededor de US\$47.0 millones (Q373.6 millones).

B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

1. Posición con el sector público

De enero a marzo del presente año, el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q76.0 millones, monto inferior en Q1,344.0 millones respecto a lo previsto en el programa monetario para dicho período, dado que las colocaciones de Bonos del Tesoro como los ingresos provenientes de desembolsos de deuda pública externa fueron menores respecto de lo programado. Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q325.0 millones, inferior en Q273.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en CDP, respecto de lo programado.

2. Posición con bancos y financieras

De acuerdo a lo programado, se estimó que en el primer trimestre de 2008, los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante por Q534.0 millones, derivado de la disminución del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, debido al menor dinamismo previsto de las captaciones bancarias con el sector privado. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario en el primer trimestre fue menos monetizante (Q43.0 millones). Dicho comportamiento se asocia al dinamismo mostrado por las captaciones bancarias con el sector privado.

3. Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el primer trimestre fue desmonetizante en Q377.0 millones, mientras que se

había programado una monetización por Q89.0 millones, lo que significó una desviación de Q466.0 millones respecto de lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a los mayores ingresos por concepto de rendimiento de inversiones de las RMI y los menores intereses pagados por concepto de operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado, debido a un menor nivel de dichas operaciones.

4. Operaciones de estabilización monetaria

Al finalizar el primer trimestre de 2008, el saldo total de las OEM registró un aumento de Q666.0 millones, respecto del 31 de diciembre de 2007, mientras que se tenía programado un incremento de Q799.0 millones, lo que generó una desviación de Q133.0 millones.

La menor realización de operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado, fue compensada por la menor monetización observada en la posición con bancos y financieras.

C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008

La revisión del programa monetario para 2008 se hace necesaria, entre otros factores, por: a) la tasa de crecimiento económico estimada para el presente año se redujo de 5.3% a 4.8%, como resultado de la desaceleración económica mundial, especialmente en los Estados Unidos de América; b) el gasto total del Gobierno Central registró a marzo una reducción de 4.6% (crecimiento de 15% a marzo de 2007); y, c) la posición con bancos y financieras fue considerablemente menos monetizante que la prevista.

Derivado de lo anterior, fue necesario revisar las estimaciones de crecimiento interanual de la emisión monetaria, de la base monetaria, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado, a efecto de que sean compatibles con una tasa de crecimiento del producto interno bruto de 4.8% y con una meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.

Las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios son las siguientes: a) emisión monetaria, 11.4% (11.9% en la estimación original); b) base monetaria amplia, 4.4% (7.0% en la estimación original); c) crédito bancario total al sector privado, entre 17% y 20% (18% y 21% en estimación la original); y, d) medios de pago totales, entre 11% y 14% (12% y 15% en la estimación original). Un análisis amplio sobre el tema, se detalla en Anexo 3.



V. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. CONSOLIDACIÓN DE LA INFORMACIÓN DE LAS OPERACIONES INTERBANCARIAS EN EL MERCADO SECUNDARIO DE VALORES

La Junta Monetaria, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada para 2008, considerando que un elemento importante en el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores lo constituye la información y la transparencia con la que se realizan las operaciones en dicho mercado, instruyó a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen al Banco de Guatemala acerca de las características financieras de las operaciones que realicen con depósitos a plazo y con bonos del tesoro o con los certificados representativos de tales bonos en el mercado bursátil y extrabursátil, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

En ese sentido, el Banco de Guatemala, para operativizar la instrucción de la Junta Monetaria, solicitó a los bancos del sistema y a las sociedades financieras que a partir del 1 de febrero de 2008 reporten todas sus operaciones con depósitos a plazo y con bonos del tesoro o con los certificados representativos de tales bonos, que realicen en los mercados bursátil y extrabursátil, para que éste proceda a su consolidación y a su publicación. Consecuentemente, el Banco de Guatemala, a partir de la fecha indicada, publica en su sitio de internet la información consolidada de las operaciones de reporte y las de compra-venta definitiva de los referidos instrumentos financieros en los mercados indicados. La citada información, al 31 de marzo de 2008 se presenta en el cuadro siguiente.

DEPÓSITOS A PLAZO DEL BANCO DE GUATEMALA Y BONOS DEL TESORO DE LA REPÚBLICA DE GUATEMALA
NEGOCIADOS POR LOS BANCOS DEL SISTEMA Y POR LAS SOCIEDADES FINANCIERAS
EN LOS MERCADOS BURSÁTIL Y EXTRABURSÁTIL
FEBRERO - MARZO 2008
-En millones y porcentajes-

MES	REPORTOS				COMPRA-VENTA			
	QUETZALES		US DOLARES		QUETZALES		US DOLARES	
	Volumen	Rendimiento Ponderado	Volumen	Rendimiento Ponderado	Volumen	Rendimiento Ponderado	Volumen	Rendimiento Ponderado
FEBRERO	7,717.5	7.4840	105.8	4.6071	14.0	9.0532	-	
MARZO	6,268.5	7.6074	75.1	4.2543	67.0	8.5343	-	

Fuente: Bancos y Sociedades Financieras

VI. RECOMENDACIONES

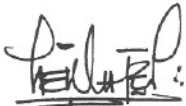
1. Aun cuando en el comportamiento del ritmo inflacionario a marzo de 2008 han incidido de manera significativa choques de oferta asociados al incremento en los precios internacionales del petróleo-derivados, del maíz y del trigo, es importante que en lo que resta del año se tomen oportunamente las acciones de política monetaria a fin de moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta provenientes de los referidos choques. Por ello es importante que, en un marco de prudencia y gradualidad, se adopten las medidas de política monetaria, apoyadas por la política fiscal, dado que en presencia de choques externos es fundamental la disciplina fiscal para coadyuvar a contrarrestar dichos choques y mantener la estabilidad en otros precios macroeconómicos. De esa manera, se contribuirá a crear un ambiente de certidumbre y confianza que propicie condiciones favorables para la inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.
2. Aprobar el programa monetario revisado para 2008, en la forma que se presenta en el presente dictamen.



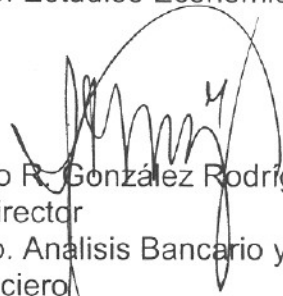
Atentamente,



Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



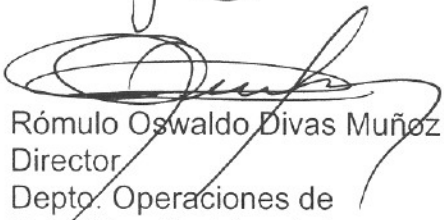
Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones Económicas



Sergio R. González Rodríguez
Subdirector
Depto. Analisis Bancario y
Financiero



Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas



Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Internacional



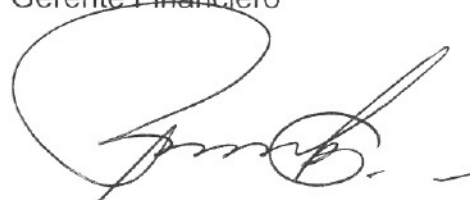
Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica



Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador



ANEXOS



ANEXO 1 LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2008

Para 2008 se prevé que todas las actividades económicas muestren tasas de crecimiento positivas, aunque menos dinámicas a las que se estimaron para 2007, con excepción de la actividad *Administración pública y defensa*.

Para las actividades Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.1% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.6%, menor al que se estimó para 2007 (3.9%). El menor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una desaceleración en la producción de los cultivos tradicionales (de 4.4% en 2007 a 2.0% en 2008), de los cultivos no tradicionales (de 4.3% en 2007 a 3.0% en 2008), así como de la ganadería, silvicultura, caza y pesca (de 2.9% en 2007 a 2.3% en 2008).

En el caso del café, según la Asociación Nacional del Café (Anacafé), se esperaría un comportamiento menos dinámico respecto al del año previo, mostrando un incremento de 2.6% en el volumen de producción (3.5% el año previo), debido a una baja en el rendimiento del área de cultivo, asociado básicamente a razones climáticas y a la bianualidad del proceso de producción⁴⁰.

En el caso del cardamomo, la Asociación de Cardamomeros de Guatemala (Cardegua) prevé que el volumen de producción se reduciría en 5.0% (-9.0% en 2007). Este comportamiento se explica por el abandono y reducción de áreas de siembra de algunas plantaciones en la región de las verapaces en años previos, lo cual fue motivado por los bajos precios internacionales del aromático registrado en el período 2003-2005, lo que estaría repercutiendo en los bajos volúmenes de producción actuales.

En lo que se refiere al cultivo de banano, se estima un incremento en el volumen de producción de 3.0%, menor al crecimiento mostrado en 2007 (10.0%). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. (Bandegua) y de la Compañía Bananera Independiente de Guatemala, S.A. (Cobigua), el menor dinamismo sería producto de la normalización de la producción de las áreas ampliadas en el año previo.

En la producción de caña de azúcar, se estima un crecimiento de 4.2% (17.4% en 2007). Según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), para la zafra 2007/2008 se prevé una producción de 448.8 millones de quintales, mayor en 18.1 millones de quintales a la zafra 2006/2007. La pérdida de dinamismo se atribuye, según la fuente, a la saturación de las áreas productoras en la costa sur del país, lo que motivó la ampliación del área de producción a las tierras del norte del país, cuyos resultados se estarían observando en el futuro.

En cuanto a la producción tubérculos, raíces y hortalizas, se prevé un menor dinamismo al pasar de un crecimiento de 2.9% en 2007 a 2.7% en 2008. Según la Unidad de Política e Información Estratégica del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (UPIE-MAGA), esta

⁴⁰ Ciclo del cultivo de café que indica que a una temporada de alta cosecha, le suele seguir una de baja, como consecuencia del agotamiento de la planta. Este fenómeno se manifiesta principalmente en plantaciones de baja tecnología.



evolución estaría sustentada por la incertidumbre derivada de las condiciones climáticas para el presente año.

Respecto de la producción silvícola, se esperaría un crecimiento menos dinámico, al pasar de 3.2% en 2007 a 2.4% en 2008. Dicho comportamiento se explicaría, principalmente, por una reducción en la producción esperada de troza, leña y hule.

En la actividad Explotación de minas y canteras (con una participación de 0.7% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 4.0% (11.3% en el año previo). Este resultado estaría influenciado por la pérdida de dinamismo prevista en la extracción de piedra, de arena y de arcilla; y, en la de minerales metálicos; al pasar de 7.4% y 52.2% en 2007 a 2.4% y 20.2% en 2008, respectivamente; productos que en conjunto explican el 62% de este comportamiento. Este comportamiento estaría asociado a la desaceleración que se prevé en la demanda de piedra, de arena y de arcilla por parte de la actividad construcción, así como al menor dinamismo previsto en la extracción de oro y de plata, como resultado de la normalización de la producción de la empresa Montana Exploradora de Guatemala, S.A. Por su parte, la extracción de petróleo y gas natural, que explica un 34% el comportamiento de la misma, se esperaría que muestre una mayor caída a la reportada el año previo, al pasar de -5.1% en 2007 a -8.0% en 2008. Según el Ministerio de Energía y Minas (MEM), dicha reducción estaría sustentada en la disminución de la producción de crudo en los principales pozos petroleros.

En el caso de la Industria manufacturera (con una participación de 18.1% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 2.7%, porcentaje menos dinámico al esperado en 2007 (3.0%). Este resultado estaría influenciado por una menor demanda externa esperada de textiles y prendas de vestir por parte de los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos. Según la Comisión de Vestuarios y Textiles (Vestex) de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), dicho comportamiento estaría influenciado por la desaceleración prevista en la economía mundial, en particular la de los Estados Unidos de América, por el incremento en los costos de producción y por el aumento de la competencia internacional.

Respecto a la industria de alimentos y bebidas, se prevé que registre una tasa de crecimiento de 2.7%, levemente inferior a la estimada para 2007 (2.8%), como resultado, principalmente, de la desaceleración esperada en la producción de azúcar, la cual, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), tendría una variación interanual de 5.9%, tasa inferior a la observada en el año previo (13.6%), año en el que se alcanzó una producción récord.

Por otro lado, se estima que la disminución en los niveles esperados de inversión tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales), reducirían la demanda de productos industriales destinados a la construcción (principalmente cemento, block, hierro y metales).

Para la actividad Suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 4.9% (5.5% en 2007), el cual, según el Administrador



del Mercado Mayorista -AMM-, se asocia, principalmente, a una disminución de la demanda de energía eléctrica, derivada del menor crecimiento esperado en las actividades de Comercio al por mayor y al por menor; Industria manufacturera y Servicios privados.

Para la actividad Construcción (con una participación de 4.1% en el PIB), se esperaría una tasa de crecimiento de 3.3% (12.0% en 2007). Cabe mencionar que este comportamiento estaría siendo influenciado por el menor dinamismo en la construcción de edificaciones⁴¹, que explica un 70% del comportamiento de dicha actividad.

En cuanto a las edificaciones, para 2008 se espera un menor número de licencias autorizadas para la construcción de viviendas y edificios de apartamentos. Según la Cámara Guatemalteca de la Construcción -CGC-, dicho comportamiento estaría asociado al incremento en los precios de los materiales de construcción.

El valor agregado de la actividad Comercio al por mayor y al por menor (con una participación de 12.0% en el PIB), se estima que en 2008 registre una tasa de crecimiento de 3.5 (4.0% en 2007), explicada principalmente por el menor dinamismo previsto en las actividades Industrias manufactureras y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, así como por el menor dinamismo previsto en la demanda de importaciones de bienes.

Para la actividad Transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.3% en el PIB), se prevé un crecimiento de 18.6% (19.1% en 2007). Dicho comportamiento estaría asociado a la evolución esperada en las subactividades transporte y telecomunicaciones, que explican el 89.4% del comportamiento de dicha actividad. Respecto al transporte, éste podría registrar un crecimiento de 1.4% en 2008 (2.3% en 2007), asociado, principalmente, al incremento esperado en los precios de los combustibles y lubricantes. En lo relativo a las telecomunicaciones, que representan el 74.1% de esta actividad, se esperaría un crecimiento de 27.6% en 2008 (29.5% en 2007), el cual estaría sustentado, según la Superintendencia de Telecomunicaciones de Guatemala, por una desaceleración en la activación de líneas telefónicas.

En cuanto a la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 4.6% del PIB), se prevé que en 2008 registre una tasa de 15.2% (15.6% en 2007), asociada al menor dinamismo esperado en el crédito bancario al sector privado para financiar el crecimiento previsto en la actividad económica.

Para la actividad Alquiler de vivienda (con un peso relativo de 9.9% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.8% (3.9% en 2007), como consecuencia de una menor oferta de viviendas nuevas destinadas para alquiler.

En lo que concierne a la actividad económica Servicios privados (con una participación de 15.2% del PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 4.6% (5.4% en 2007), asociada al menor

⁴¹ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.



dinamismo esperado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones.

Por último, en lo que respecta a la actividad Administración pública y defensa (con un peso relativo de 6.3% del PIB), se estima registre una tasa de crecimiento de 4.5% (4.1% en 2007). Este resultado se explicaría, por un mayor dinamismo previsto en las remuneraciones del Gobierno Central.

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
AÑOS 2007 y 2008
(tasas de variación)

CONCEPTO	2007 ^{ef}	2008		Diferencias en puntos porcentuales (A - B)
		Original ^{py/} A	Revisado ^{py/} B	
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5.7</u>	<u>5.3</u>	<u>4.8</u>	<u>-0.5</u>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3.9	2.6	2.6	0.0
Explotación de minas y canteras	11.3	3.3	4.0	0.7
Industrias manufactureras	3.0	3.1	2.7	-0.4
Suministro de electricidad y captación de agua	5.5	4.0	4.9	0.9
Construcción	12.0	5.0	3.3	-1.7
Comercio al por mayor y al por menor	4.0	4.0	3.5	-0.5
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	19.1	18.5	18.6	0.1
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	15.6	15.6	15.2	-0.4
Alquiler de vivienda	3.9	3.8	3.8	0.0
Servicios privados	5.4	5.2	4.6	-0.6
Administración pública y defensa	4.1	4.2	4.5	0.3

^{ef} Cifras estimadas

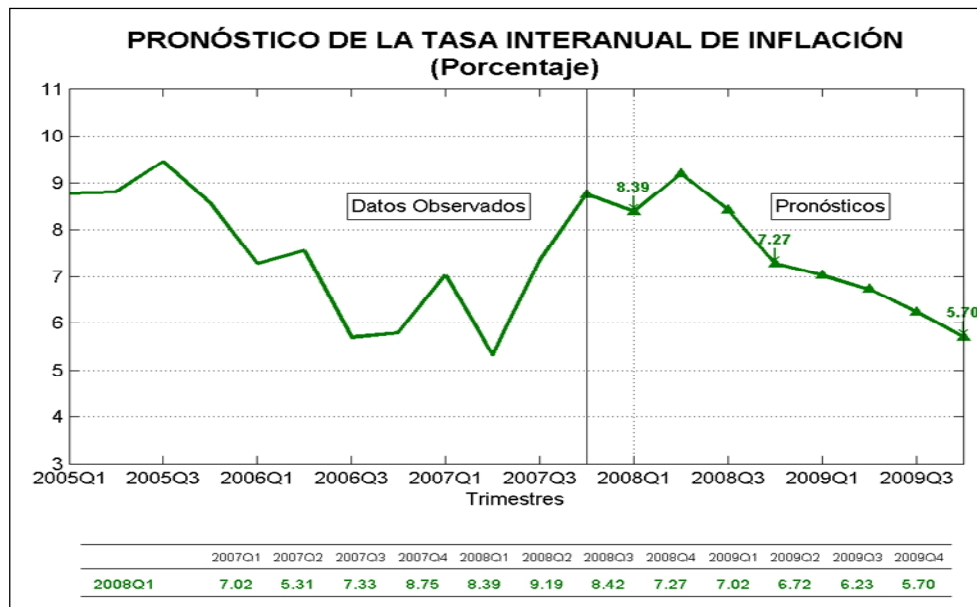
^{py/} Cifras proyectadas

ANEXO 2 DISCUSIÓN SOBRE TEMAS DE COYUNTURA, BASADOS EN MÉTODOS CUANTITATIVOS

A. RESULTADOS DEL PRIMER CORRIMIENTO DE 2008 DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

1. Pronósticos de inflación de mediano plazo

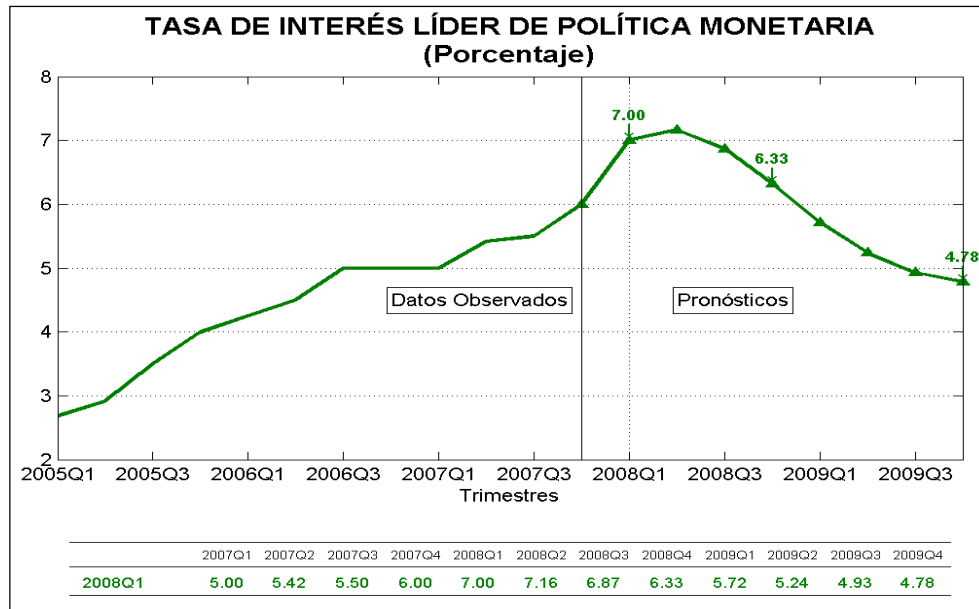
En febrero de 2008 se llevó a cabo el primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- correspondiente a dicho año, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación, como se ilustra en la gráfica siguiente.



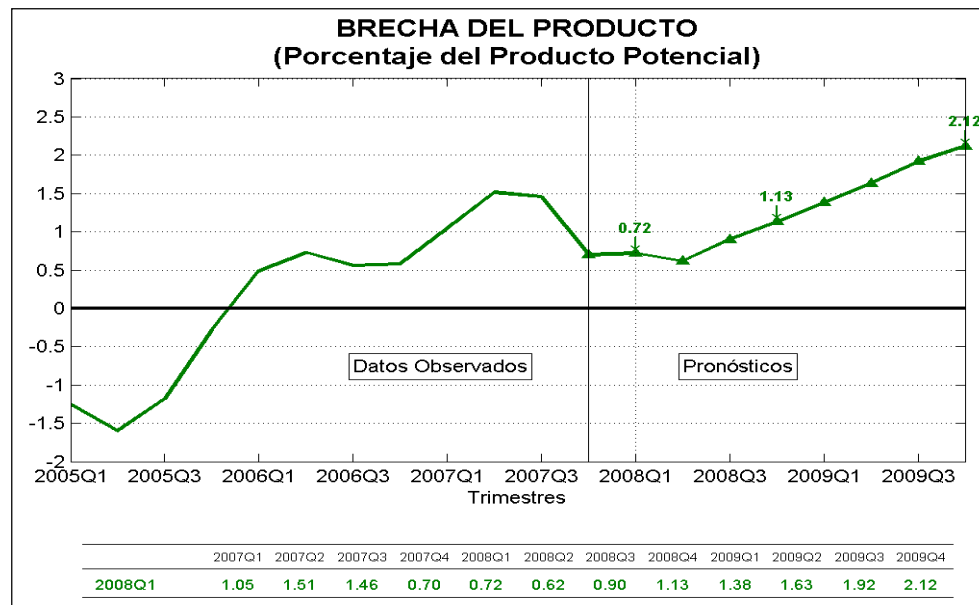
Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del primer corrimiento de 2008, para el cuarto trimestre de 2008 se espera que la inflación interanual se sitúe en 7.27%, mientras que para el cuarto trimestre de 2009 se espera que dicha variable se sitúe en 5.70%. Dichos pronósticos 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 plazos⁴².

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 que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.

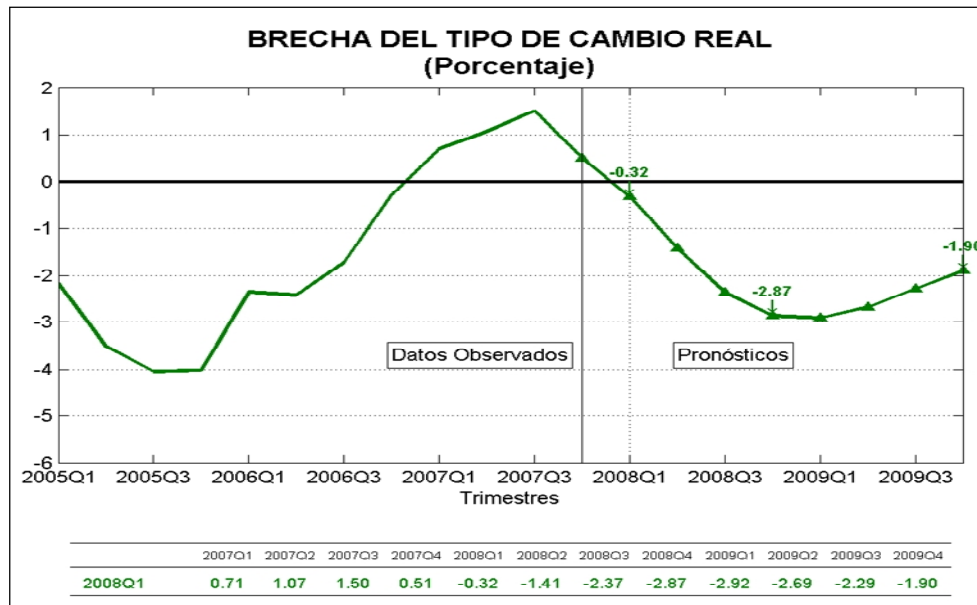
⁴² El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo converja a una tasa de inflación de 3% anual.



El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el cuarto trimestre de 2007 fue de 6.00%, mientras que para el primero y segundo trimestres de 2008, de acuerdo con el primer corrimiento del MMS en 2008, dicha tasa de interés se situaría en promedios trimestrales de 7.00% y de 7.16%. A partir del tercer trimestre de 2008 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en 6.87% y en 6.33%, en los trimestres tercero y cuarto de 2008, respectivamente, así como en 5.72%, 5.24%, 4.93% y 4.78% en los cuatro trimestres de 2009, en su orden.



En relación con la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica anterior, la brecha del producto⁴³ fue positiva y creciente en los dos primeros trimestres de 2007; luego, en el tercero y cuarto trimestres del mismo año fue positiva, pero decreciente. Según el pronóstico, aumentaría levemente en el primer trimestre de 2008 y en el segundo trimestre seguiría siendo positiva, aunque ligeramente menor que en el trimestre anterior. A partir del tercer trimestre de 2008 la brecha sería positiva y creciente. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario (cero).



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁴⁴ consistente con los pronósticos reportados puede apreciarse en la gráfica anterior. De acuerdo con tal gráfica, la brecha del tipo de cambio real fue positiva en el cuarto trimestre de 2007 (0.51%), 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 negativa se incrementaría desde el primer trimestre de 2008 (-0.32%) hasta el primer trimestre de 2009 (-2.92%), para luego 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

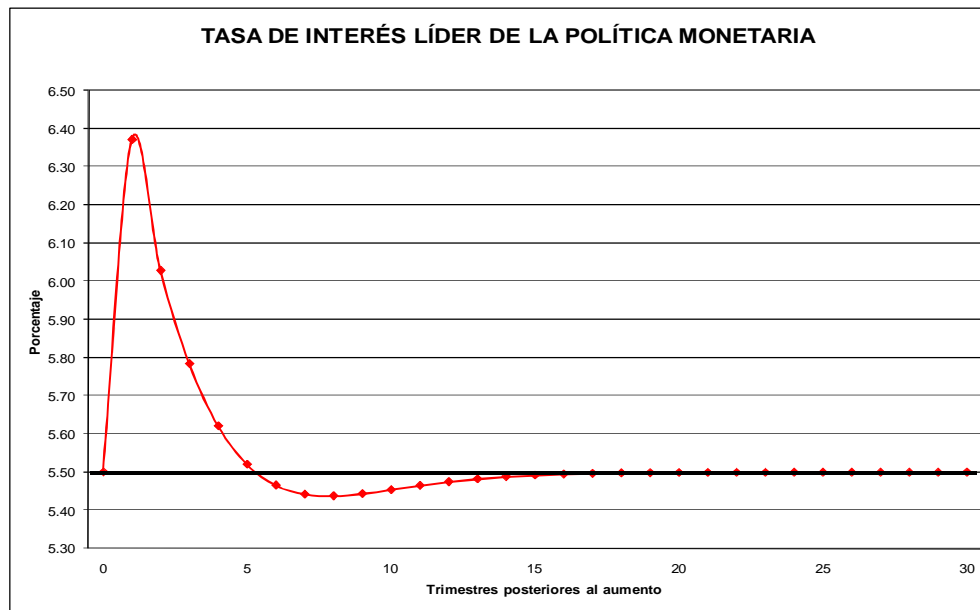
El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del

⁴³ La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial, este último se define como el nivel de producto interno bruto que no genera presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.

⁴⁴ 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.

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 análisis y el modelo cuantifica el efecto que dicho incremento tiene sobre las otras variables, a lo largo de un período determinado. 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. Cabe indicar, además, que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las variables del modelo convergen a su valor de estado estacionario. La simulación mencionada se ilustra en gráficas de impulso-respuesta.

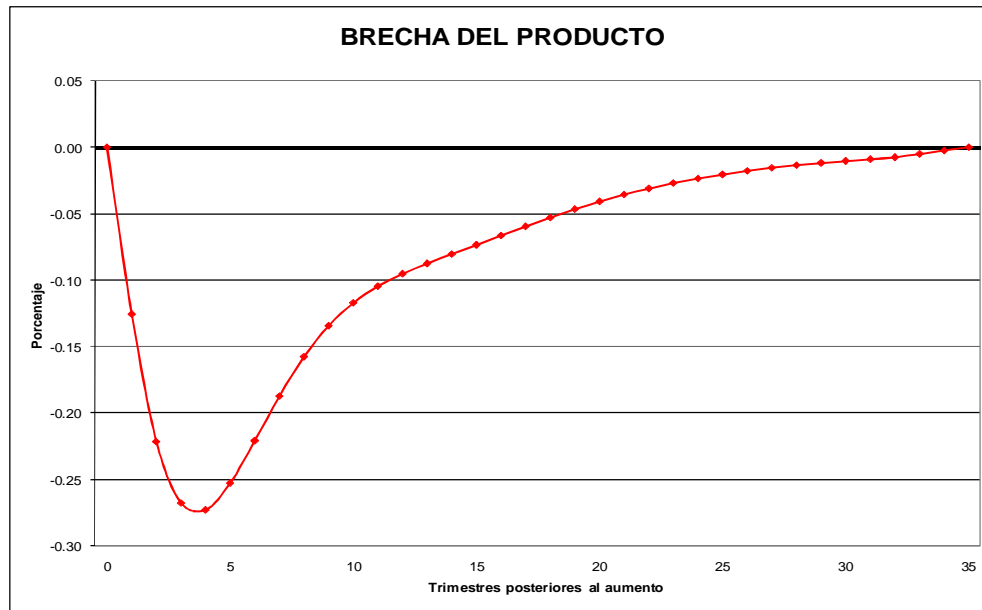
La gráfica siguiente ilustra el efecto de un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable luego del referido incremento. El valor de estado estacionario⁴⁵ de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de aproximadamente quince trimestres, luego del citado incremento. Sin embargo, la tasa de interés líder retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del sexto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.



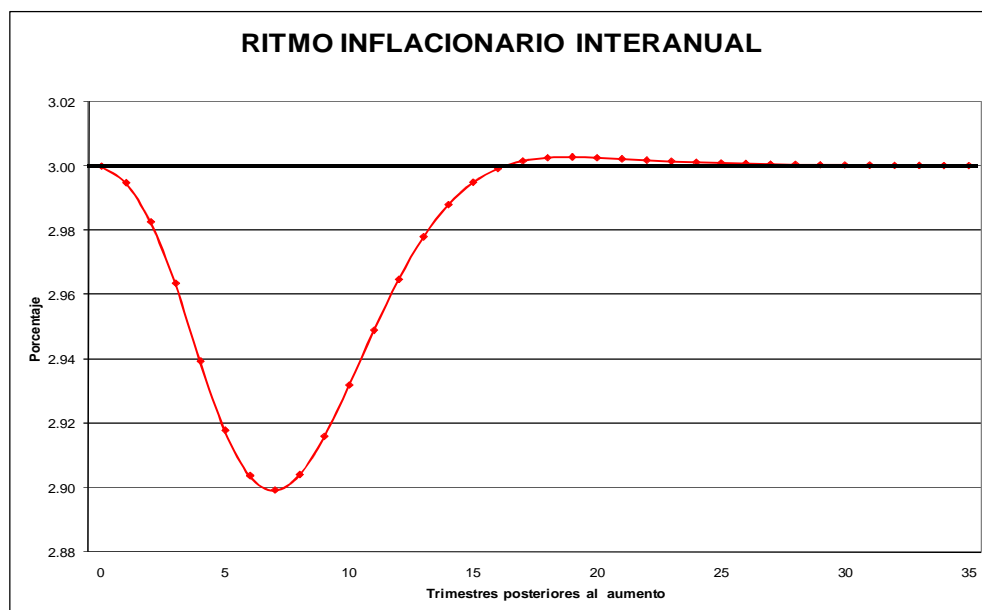
La gráfica siguiente ilustra el efecto de un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés líder genera una reducción en la brecha del producto de hasta de 0.27% en el

⁴⁵ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en el que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas en el modelo.

cuarto trimestre. Sin embargo, el citado aumento 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 aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria genera una disminución de la tasa de inflación, la cual llega a 2.90% en el séptimo trimestre; seguidamente, dicha tasa converge lentamente a su estado de equilibrio de largo plazo.





ANEXO 3

REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008

La revisión del programa monetario para 2008 se hace necesaria, entre otros factores, por los siguientes: a) la tasa de crecimiento económico estimada para el presente año se redujo de 5.3% a 4.8%, como resultado de la desaceleración económica mundial, especialmente en los Estados Unidos de América; b) el gasto total del Gobierno Central registró a marzo una reducción de 4.6% (crecimiento de 15% a marzo de 2007); y, c) la posición con bancos y financieras fue considerablemente menos monetizante que la prevista.

Derivado de lo anterior, fue necesario revisar las estimaciones de crecimiento interanual de la emisión monetaria, de la base monetaria amplia, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado, a efecto de que sean compatibles con una tasa de crecimiento del producto interno bruto de 4.8% y con una meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.

Con esa base, las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios son las siguientes: a) emisión monetaria, 11.4% (11.9% en la estimación original); b) base monetaria amplia, 4.4% (7.0% en la estimación original); c) crédito bancario total al sector privado, 17%-20% (18% - 21% en estimación la original); y, d) medios de pago totales, 11% -14% (12% y 15% en la estimación original).

Tomando en cuenta los eventos indicados, a continuación se presenta el programa monetario revisado a marzo, en el que se aprecia que al finalizar 2008 las RMIN aumentarían US\$275.0 millones, en tanto que los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala crecerían Q5,897.0 millones.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2008
Millones de quetzales

Concepto	I TRIM Observado	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,921	8,436	9,040	9,975	36,371
Egresos	7,561	9,415	10,768	12,405	40,149
Corrientes	5,771	6,981	7,896	8,079	28,726
Capital	1,790	2,435	2,872	4,326	11,423
Déficit (% del PIB)	-1,360	980	1,728	2,431	3,779 1.3
Financiamiento externo neto	-527	1,336	-23	-54	733
Financiamiento interno neto	-757	2,394	-81	-228	1,327
Variación de Caja	-76	-2,751	1,831	2,713	1,718
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	145	3,218	-308	-855	2,200
En US\$	18	402	-39	-107	275
II. Activos Internos Netos	22	-1,374	3,043	4,206	5,897
1. Gobierno Central	-76	-2,751	1,831	2,713	1,718
2. Resto del sector público	-325	-122	-182	308	-320
3. Posición con bancos	43	-788	680	-649	-713
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	43	-788	680	-649	-713
4. Otros Activos Netos	-657	-79	98	378	-259
Gastos y productos	-377	-31	29	175	-203
Otros	-280	-48	69	203	-56
5. Vencimientos de DP	1,035	2,365	616	1,455	5,471
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	166	1,844	2,735	3,351	8,097
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-435	260	132	2,191	2,148
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-602	-1,584	-2,603	-1,160	-5,949
D. COLOCACIÓN DE OEM	602	1,584	2,603	1,160	5,949
E. COLOCACIONES NETAS OEM (-) aumento (+) disminución	433	781	-1,987	295	-478

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el segundo trimestre del año las RMIN aumentarían en US\$402.0 millones, derivado, principalmente, de las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el mercado cambiario para moderar la volatilidad en el tipo de cambio nominal, así como de los desembolsos por préstamos externos que el Gobierno Central tiene programado recibir. Por su parte, los AIN del Banco de Guatemala disminuirían en Q1,374.0 millones, derivado, fundamentalmente, del aumento programado de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,751.0 millones. En ese sentido, a efecto de compatibilizar la oferta de emisión monetaria con su respectiva demanda, en dicho trimestre sería necesario inyectar liquidez por Q781.0 millones, por lo que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria podría reducirse en el monto citado.



Durante el tercer trimestre del año las RMIN disminuirían en US\$39.0 millones, como consecuencia, principalmente, de los de pagos asociados al servicio de la deuda pública externa por US\$131.3 millones que se tiene programado pagar en dicho trimestre, moderados parcialmente por los desembolsos por préstamos externos que el Gobierno Central tiene programado recibir en dicho trimestre por alrededor de US\$69.0 millones. En cuanto a los AIN del Banco de Guatemala, éstos aumentarían en Q3,043.0 millones, debido, principalmente, a la utilización de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,831.0 millones. En ese contexto, a efecto de compatibilizar la oferta de emisión monetaria con su respectiva demanda, en dicho trimestre habría espacio para neutralizar liquidez por Q1,987.0 millones, por lo que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria podría aumentar en dicho monto.

En el cuarto trimestre, las RMIN disminuirían US\$107.0 millones, debido a egresos previstos, principalmente, por concepto del pago del servicio de la deuda pública externa bonificada y no bonificada. Por su parte, los AIN aumentarían en Q4,206.0 millones, como consecuencia de una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,713.0 millones. En cuanto al encaje remunerado y no remunerado de los bancos del sistema, éste aumentaría en Q649.0 millones, consistente con el aumento estacional de las captaciones en el último trimestre del año. Por lo anterior, a efecto de hacer compatible la oferta de emisión monetaria con el aumento programado de la demanda, en dicho trimestre podría inyectarse liquidez por Q295.0 millones, por lo que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria se reduciría en el monto citado.

Consistente con la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, con el aumento de las RMIN y con el comportamiento previsto de los factores monetizantes y desmonetizantes, al finalizar 2008 se espera que el saldo de OEM con el sector privado aumente en aproximadamente Q478.0 millones.