

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT 4/2005**



**POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y
CREDITICIA: EVALUACIÓN A NOVIEMBRE
DE 2005 Y PROPUESTA PARA 2006**

Guatemala, diciembre de 2005



ÍNDICE

PRIMERA PARTE EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2005

I.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
	Entorno internacional	2
	Entorno interno	4
	Inflación	4
	Ejecución de la política monetaria	7
	Sector financiero	10
	Situación de las finanzas públicas	11
	Sector real	12
II.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	14
A.	META DE INFLACIÓN	14
	1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-	14
	2. Inflación subyacente	17
	3. Inflación importada	17
	4. Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2005	19
B.	TASAS DE INTERÉS	22
	1. De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs-	22
	a) En moneda nacional	22
	b) En moneda extranjera	26
	2. Tasa parámetro	27
	3. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva doméstica	28
	4. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	29
	a) En moneda nacional	29
	b) En moneda extranjera	30



C.	EMISIÓN MONETARIA Y CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA	30
1.	Emisión monetaria	30
2.	Análisis de las cuentas de balance del Banco de Guatemala	32
a)	Monetización externa	34
b)	Posición con el sector público	34
c)	Posición con bancos y financieras	34
d)	Resultado operativo de gastos y productos	35
e)	Operaciones de estabilización monetaria	35
D.	MEDIOS DE PAGO	38
E.	CRÉDITO DE LOS BANCOS AL SECTOR PRIVADO	38
1.	Tasa de crecimiento	38
2.	Cartera crediticia por actividad económica	40
3.	Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones	42
F.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	42
G.	ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-	43
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	44
A.	SECTOR EXTERNO	44
1.	La economía mundial en 2005	44
2.	Balanza de pagos estimada a diciembre de 2005	49
a)	Cuenta corriente	49
b)	Cuenta de capital y financiera	53
3.	Reservas monetarias internacionales netas	54
B.	SECTOR REAL: LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2005	55
1.	Aspectos generales	55
2.	Producto interno bruto por el origen de la producción	59
3.	Producto interno bruto por el lado del gasto	65



C.	SECTOR FISCAL	67
1.	Análisis de la ejecución presupuestaria	67
2.	Deuda pública	70
a)	Interna	70
b)	Externa	72
3.	Estimación de cierre a diciembre de 2005	73
C.	ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO	73
1.	Indicadores de estabilidad	73
a)	Liquidez bancaria	73
i)	En moneda nacional	73
ii)	En moneda extranjera	74
2.	Fuentes y usos de fondos del sistema bancario	74
3.	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	75
a)	Captaciones	75
b)	Crédito al sector privado	76
4.	Sistema de alerta temprana	76
5.	Avances en el proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional	78
a)	Fortalecimiento del sistema bancario	78
b)	Fortalecimiento de la red de seguridad financiera	80
c)	Modernización del sistema de pagos	80

SEGUNDA PARTE
PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2006

I.	MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA	83
A.	EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA	83
1.	La importancia de tener un ancla nominal	83
2.	La elección del ancla nominal	84
B.	LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	87



II. PERFIL MACROECONÓMICO PARA 2006	89
A. PROCESO DE ADOPCIÓN DE UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN	89
1. El rol de la información económica en el diseño y seguimiento del esquema de metas explícitas de inflación	90
a) Discrecionalidad o reglas establecidas	90
b) La elección del ancla nominal: un elemento crucial	91
c) Aspectos operativos de la estrategia de metas explícitas de inflación	92
d) Importancia de la transparencia	93
e) Otros aspectos de la implementación	94
f) Grado de flexibilidad que ofrece la estrategia de metas explícitas de inflación	96
2. La experiencia internacional en materia de metas explícitas de inflación	96
a) Aspectos que afectan a los países en desarrollo	97
b) El desarrollo del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala	99
B. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS RELEVANTES PARA LA POLÍTICA MONETARIA	102
1. Del sector real para 2006	102
2. Del sector real para 2007	109
3. Del sector externo	111
a) De la economía mundial	111
b) De la balanza de pagos para 2006	115
c) De la balanza de pagos para 2007	119
4. Del sector fiscal	125
a) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2006	126
b) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2007	127
5. Del sector monetario	128
a) Sector monetario para 2006	129
b) Sector monetario para 2007	129



6.	Otros aspectos para la consolidación de la estabilidad macroeconómica	132
a)	Coordinación con la política financiera del Estado	132
b)	Moderar los descalces indirectos de moneda extranjera de las instituciones bancarias	132
7.	Balance de riesgos de inflación para 2006	133
a)	Persistencia de los altos precios del petróleo	133
b)	Persistencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía de los Estados Unidos de América	136
c)	Expectativas de inflación	137
III.	METAS, MEDIDAS Y ACCIONES PARA LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA	138
A.	OBJETIVO FUNDAMENTAL	138
B.	META DE POLÍTICA	138
1.	Propósito de la meta de inflación	138
2.	La meta de inflación en 2005	139
3.	Pronósticos pasivos	140
4.	Propuesta de meta de inflación	140
a)	Credibilidad	141
b)	Firmeza y gradualismo en la ejecución de la política monetaria	142
c)	Consecución de niveles internacionales de inflación	143
d)	Anclaje de expectativas inflacionarias	143
e)	Naturaleza inercial del fenómeno inflacionario	144
f)	Meta puntual	144
C.	SISTEMA DE PRONÓSTICOS Y ANÁLISIS DE POLÍTICA MONETARIA (SPAPM)	146
D.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	155
1.	Tasas de interés	156
a)	Tasa parámetro	156
b)	Tasa de paridad	157
2.	Emisión monetaria	158



3.	Medios de pago	162
4.	Crédito bancario al sector privado	162
5.	Inflación subyacente esperada	162
6.	Expectativas de inflación del sector privado	163
7.	Expectativas implícitas de inflación	163
8.	Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	165
E.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	166
1.	Enfoque en el objetivo fundamental	166
2.	Cambios en el marco operativo de la política monetaria	167
a)	Modificaciones al marco operacional para hacerlo consistente con el esquema de metas explícitas de inflación y avances durante 2005	167
b)	Medidas que se sugieren para 2006	169
3.	Flexibilidad cambiaria	171
F.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	176
1.	Operaciones de estabilización monetaria	176
2.	Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América	177
3.	Encaje bancario	178
4.	Prestamista de última instancia	178
G.	MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	179
1.	Coordinación con la política fiscal	179
2.	Modernización del sistema de pagos	180
3.	Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	181



4.	Avance en el mejoramiento de las estadísticas económicas	184
a)	Avances en la implementación de Sistema de Cuentas Nacionales 1993	184
b)	Avances en la implementación del V Manual de Balanza de Pagos	186
c)	Avances en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras	187
IV.	RECOMENDACIÓN	187
V.	APÉNDICE ESTADÍSTICO	189
ANEXOS		207

PRIMERA PARTE
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA
A NOVIEMBRE DE 2005

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

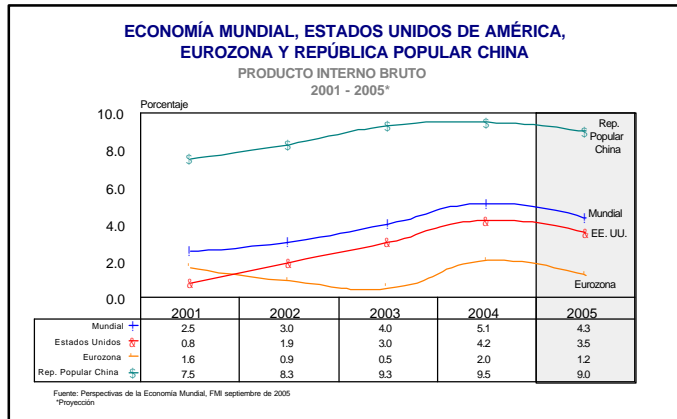
La Junta Monetaria, en resolución JM-160-2004 del 29 de diciembre de 2004, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, diseñada para continuar con el proceso de adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación y orientada a consolidar la estabilidad y confianza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

La implementación de la política monetaria en 2005 ha sido consistente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema integral de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de la economía y se consolida con la implementación de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones del mercado), así como con el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permitirá continuar consolidando la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras.

En el contexto descrito, a noviembre de 2005 el ritmo inflacionario se ubicó en 9.25%, similar al de diciembre de 2004 (9.23%). Si bien durante el presente año no se pudo materializar el proceso de desinflación, la tasa de inflación no aumentó, no obstante la incidencia adversa de factores exógenos, como la continuada alza del precio internacional del petróleo y el efecto de la tormenta tropical *Stan*, así como las complicaciones que en la ejecución de la política se continuó observando derivado de los flujos de capital que incidieron en la tendencia a la apreciación del tipo de cambio nominal. Lo anterior fue posible por la aplicación de una política monetaria prudente y disciplinada, fuertemente apoyada por el comportamiento de la política fiscal.

Entorno internacional. En cuanto a las condicionantes externas de la política monetaria, se observó que en el transcurso del año **el alza en el precio internacional del petróleo** continuó siendo, como se indicó, uno de los principales factores que explica el comportamiento del ritmo inflacionario, al igual que lo fue durante 2004. Como consecuencia, en 2005 la variación interanual del nivel general de precios no se desaceleró en la forma prevista a finales del año pasado.

Gráfica No. 1



Por otra parte, después que en 2004 la **economía mundial** creció en 5.1% (la tasa más alta de los últimos veinte años), se prevé que en 2005 crezca en 4.3% , tasa que todavía representa un alto dinamismo de la economía global. Dicho comportamiento se sustenta, por una parte, en la evolución del crecimiento económico de los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país, que se estima registrará una tasa de crecimiento económico de 3.5%¹, sustentado en un incremento sólido de la productividad, que se suma a condiciones propicias en los mercados financieros y precios en aumento en el sector vivienda, todo lo cual ha permitido amortiguar los daños y pérdidas causados por los huracanes *Katrina* y *Rita* y, por la otra, en el comportamiento de la economía de la República Popular China, la cual, no obstante las medidas de restricción macroeconómica implementadas en 2005 y la reforma cambiaria, que incluyó una revaluación del renmibi de 2.1% y una banda de fluctuación diaria del mismo de 0.3% frente al Dólar de los Estados Unidos de América, continúa registrando un importante crecimiento, que se estima en 9.0% para 2005, menor al observado en 2004 (9.5%).

¹ Según el FMI, en 2005, "el crecimiento de la actividad económica de los Estados Unidos de América continuará siendo el más elevado entre los miembros del G-7". IMF, World Economic Outlook, September 2005, página 9.



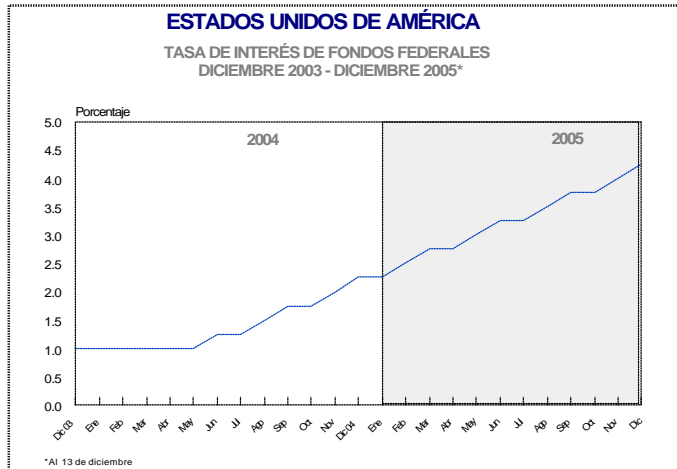
En el ámbito descrito, cabe indicar que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que persisten riesgos que podrían amenazar el crecimiento económico mundial, entre ellos:

- i) La expansión global no es equilibrada, por cuanto continúa dependiendo del desempeño económico en Estados Unidos de América y en la República Popular China. Con las destacadas excepciones de Japón e India, se han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de casi todas las demás regiones durante 2005. En ese sentido, es preocupante la debilidad cada vez mayor de la Zona del Euro, la cual no ha tenido el desempeño esperado, debido a la debilidad de la demanda doméstica y al magro desempeño de sus exportaciones. En ese sentido, se indica que si esa situación continúa podrían ampliarse los desequilibrios globales y acrecentar las posibilidades de una significativa desaceleración posterior, en especial si el crecimiento en los Estados Unidos de América y en la República Popular China se debilitará de manera simultánea;
- ii) La posibilidad de un alza brusca en las tasas de interés de largo plazo, en caso se diesen condiciones significativamente restrictivas en los mercados financieros, afectaría adversamente la demanda doméstica;
- iii) Los altos precios del petróleo y la vulnerabilidad de dicho mercado a los *shocks*, continúa siendo una preocupación –exacerbada por los efectos catastróficos de los huracanes *Katrina* y *Rita* –, lo cual es un factor negativo de peso cada vez mayor;
- iv) Los desequilibrios globales –uno de los riesgos más graves para las perspectivas a mediano plazo- se han agudizado nuevamente. Por ejemplo, en los Estados Unidos de América, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumentará a más del 6% del PIB según las proyecciones para 2005 (0.3% del PIB más de lo previsto en el primer semestre) a causa, entre otros, del encarecimiento del petróleo y de la constante solidez de la demanda interna;
- v) La amenaza a la estabilidad macroeconómica de mediano plazo que suponen las proyecciones fiscales en muchos países, en particular los déficit fiscales de la mayoría de las economías industrializadas; y,
- vi) Las debilidades estructurales que limitan el crecimiento en áreas clave y aumentan la vulnerabilidad ante los shocks, como la necesidad de acelerar la reforma en los mercados laboral y productivo en la Eurozona y el fortalecimiento del clima de inversión en América Latina.

En lo referente a **la política macroeconómica de los Estados Unidos de América**, la misma continúa con la fragilidad derivada de los significativos déficit fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos. En cuanto a las finanzas públicas, para el período fiscal octubre 2004 - septiembre 2005 el déficit se ubicó en 2.6% del PNB, todavía muy elevado. Por su parte, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos estadounidense, se prevé que al finalizar 2005 se ubique en 6.1% como proporción del PNB, lo que podría requerir tanto de un ajuste en el tipo de cambio como de una restricción en el gasto público.

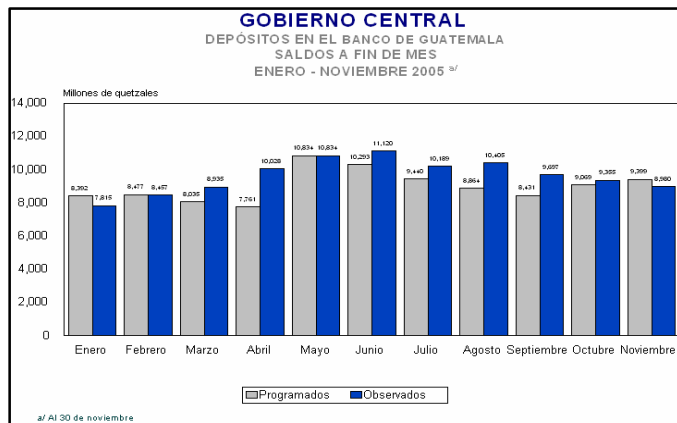
En lo referente a la política monetaria, **a diciembre** de 2005 las autoridades de la Reserva Federal continuaron elevando la tasa de interés objetivo de fondos federales, lo que durante el año sucedió en

Gráfica No. 2



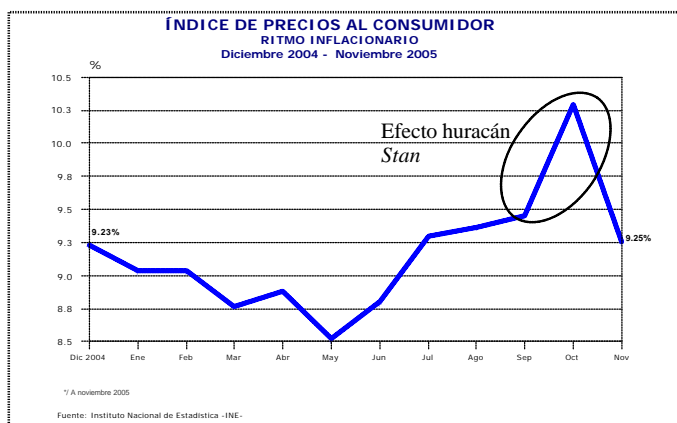
ocho ocasiones, con aumentos de 25 puntos básicos en cada una de ellas; elevándola de 2.25% en enero, a 4.25% en diciembre. Estos ajustes, que han permitido mantener bajo control el nivel general de precios, combinados con el aumento del precio internacional del petróleo, todavía no han tenido efecto adverso en la actividad económica estadounidense, por lo que la estimación de crecimiento de 3.5% se mantiene para el presente año.

Gráfica No. 3



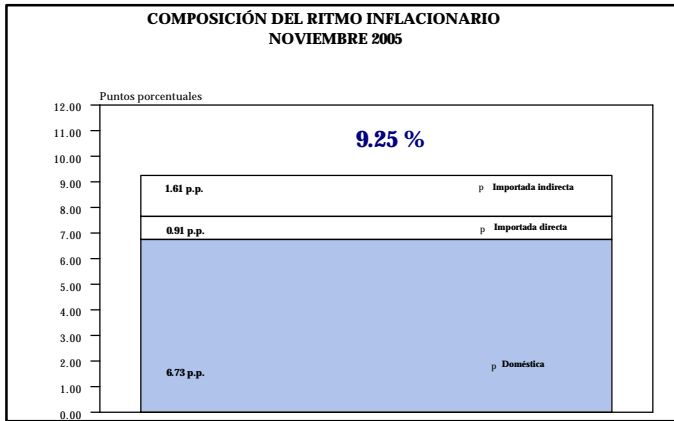
Entorno interno. Por su parte, en el orden interno ha sido importante el apoyo brindado por la política fiscal a la política monetaria, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado; el comportamiento desmonetizante del resto del sector público reflejado en una mayor demanda de CDPs del Banco de Guatemala; y, la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada no sólo del citado comportamiento de la economía global, sino también de la consolidación de la gestión gubernamental.

Gráfica No. 4



Inflación. A noviembre de 2005, el ritmo inflacionario, en el marco de la ejecución de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, aumentó 0.02 puntos porcentuales, al pasar de 9.23% en diciembre de 2004 a 9.25% en noviembre de 2005. No obstante, durante el año dicha variable mostró fluctuaciones como consecuencia, principalmente, de la volatilidad del precio internacional de petróleo y, adicionalmente, del incremento en los precios, de una sola vez, asociado a la tormenta tropical *Stan*.

Gráfica No. 5



De conformidad con estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, el comportamiento de la inflación a noviembre puede separarse en sus componentes importado y doméstico. En este sentido, del ritmo inflacionario observado a noviembre de 2005 (9.25%), 2.52 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, de la cual, a su vez, 1.61 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta), de manera que del ritmo inflacionario total, 6.73 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica.

Adicionalmente, cabe indicar que en octubre de 2005 el país fue afectado por la tormenta tropical *Stan*, que originó dificultades en la distribución de bienes agrícolas y no agrícolas, lo que generó un desabastecimiento temporal de algunos productos, aspecto que incidió en que el índice de precios al consumidor, por una parte, registrara en octubre un alza de 1.76%, la cual fue la más alta desde que sucedió el huracán *Mitch* en 1998 y, por la otra, exhibiera un ritmo inflacionario de 10.29%. Cabe indicar que del incremento en la inflación de octubre, 1.01 puntos porcentuales correspondió al efecto inflacionario de la tormenta tropical *Stan*.

El ritmo inflacionario en 2005 no ha sido de la magnitud prevista, debido a que el precio internacional del barril de petróleo, el cual se había estimado por los mercados financieros internacionales que en 2005 se mantendría, en promedio, en US\$42.38, durante el año registró una tendencia al alza, hasta alcanzar el 30 de agosto el récord histórico de US\$69.81, para luego ubicarse en niveles de alrededor de US\$60.00 por barril.



EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO EN 2005 (AL 30 DE NOVIEMBRE)

En 2005, se registró una persistente tendencia al alza del precio internacional del petróleo, el cual se situó en niveles récord en varias oportunidades, habiendo alcanzado, como se indicó, el 30 de agosto el mayor precio histórico de cierre observado en la Bolsa de Nueva York, US\$69.81 por barril. La referida tendencia al alza fue provocada por la combinación de la inelasticidad de la oferta mundial respecto del precio y del incremento en el consumo por parte de los Estados Unidos de América y de la República Popular de China, fenómenos que han generado que la oferta y demanda mundial del crudo se mantengan en niveles muy cercanos, tal y como se aprecia a continuación:

OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO

Millones de barriles por día

OFERTA		Mar-05	Jun-05	Sep-05	Oct-05
	OPEP 1/	34.2	34.5	35.0	34.5
	NO OPEP	50.1	50.1	49.0	47.9
	TOTAL OFERTA	84.4	84.6	84.1	86.2
DEMANDA		Mar-05	Jun-05	Sep-05	Oct-05
	OECD 2/	49.8	49.8	49.1	49.5
	RESTO DEL MUNDO	34.5	34.5	33.6	33.5
	TOTAL DEMANDA	84.3	84.3	82.7	83.0
	SALDO	0.1	0.3	1.4	3.2

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

2/ Organisation for Economic Cooperation and Development (30 países industrializados)

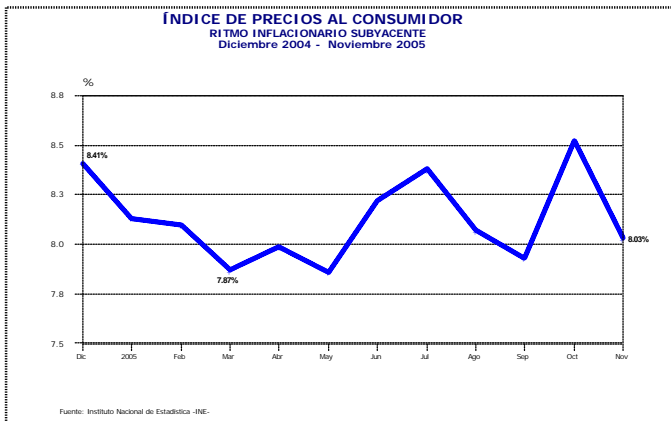
En el contexto de la ocurrencia de los huracanes *Katrina* y *Rita*, el precio internacional alcanzó sus niveles récord. En ese contexto la estabilización de los precios fue posible por lo siguiente: 1) con el objeto de incrementar el nivel de oferta, la Agencia Internacional de la Energía puso parte de sus reservas estratégicas a disposición del mercado y, posteriormente, al haber concluido las reparaciones necesarias, las instalaciones petroleras del Golfo de México reiniciaron paulatinamente su producción, incrementando el nivel de la oferta mundial de crudo hasta sus niveles alcanzados previo a los citados fenómenos naturales; y, 2) simultáneamente se empezó a observar una desaceleración en el consumo por parte de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, propiciada por el alto nivel de precios que había alcanzado el crudo, lo que generó que este último empezara a descender a partir de septiembre, tendencia que permanece hasta el 30 de noviembre del presente año.

^{1/} Fuente: Global Insight

Es importante enfatizar que, si bien la inflación tiene un importante componente exógeno de naturaleza importada, ante el cual la política monetaria no puede influir, ésta sí puede tener incidencia sobre la inflación doméstica, la cual todavía presenta una tasa de 6.73%, por lo que, siendo que el objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad en el nivel general de precios, y tomando en cuenta el nivel en que todavía se encuentra el ritmo inflacionario, es importante que en 2006 se continúen tomando las acciones de política monetaria que permitan la desaceleración de la referida variable. De esta manera, se contribuye a crear un ambiente de certidumbre y confianza que coadyuve a mantener el poder adquisitivo de la población y a generar inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.

El comportamiento del precio internacional del petróleo ha incidido, como se indicó, en el comportamiento del ritmo inflacionario. La última proyección econométrica realizada, que ya incorpora el comportamiento al alza del precio del crudo al 30 de noviembre de 2005, indica que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 9.19%, por encima del rango meta fijado para fin de año por la Junta Monetaria (4% - 6%). En consecuencia, dado que el comportamiento del nivel general de precios todavía responde a un fenómeno de naturaleza exógena, deberán tomarse las medidas de política necesarias que permitan reducir los efectos de “segunda vuelta” de la inflación importada, a fin de permitir que la inflación total se desacelere gradualmente, en consistencia con la meta de inflación que se establezca en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia que determine la Junta Monetaria para 2006.

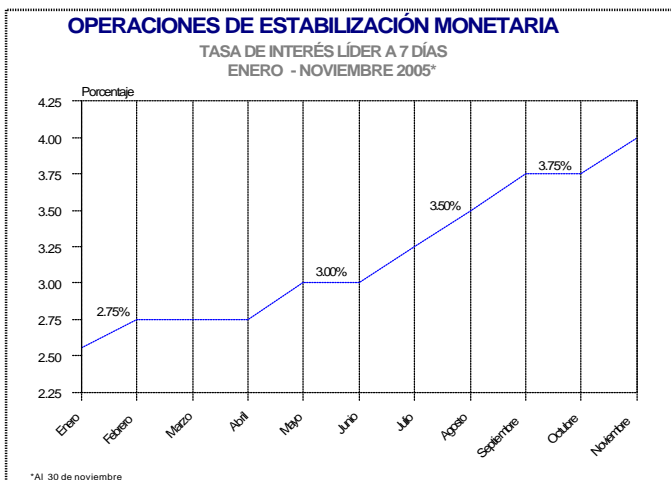
Gráfica No. 6



Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente pasó de 8.41% en diciembre de 2004 a 8.03% en noviembre de 2005 (reducción de 0.38 puntos porcentuales), lo que sugiere que los ajustes de la tasa de interés de las operaciones de estabilización monetaria, implementados en 2004 y en 2005, apoyados por la disciplina fiscal, han coadyuvado a contener el comportamiento de dicha variable.

Por último, en un escenario base -que considere que el precio internacional del petróleo se mantenga en niveles cercanos a los US\$60.00 por barril- se espera, tomando en cuenta las proyecciones econométricas de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, que el ritmo inflacionario para diciembre de 2005 se sitúe en 9.19%.

Gráfica No. 7

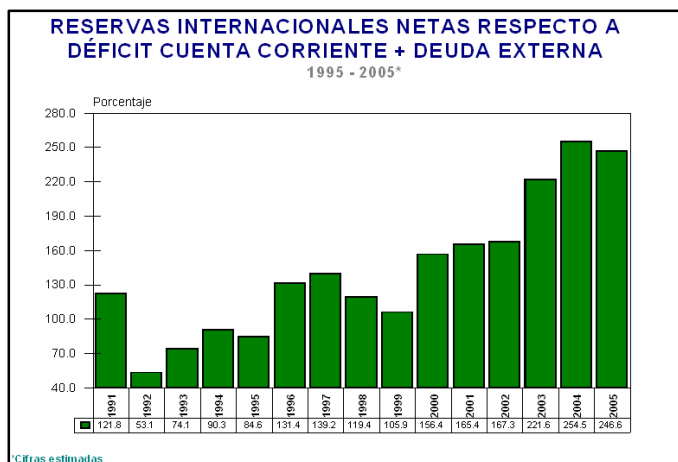


Ejecución de la Política Monetaria. Durante 2005, la gestión de la política monetaria se orientó a tomar las medidas que permitieran coadyuvar a la desaceleración del ritmo inflacionario. En este sentido, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con el propósito de aplacar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y de enviar un mensaje de certeza acerca del compromiso del Banco Central de continuar velando por la estabilidad en el nivel general de precios, incrementó la tasa de interés líder de la

política monetaria en seis ocasiones². Asimismo, con el fin de aumentar la efectividad de la política monetaria, y de conformidad con los lineamientos de la Junta Monetaria, se adoptaron acciones para mejorar sus procedimientos operativos, orientados a avanzar en el proceso de adopción de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación (*Inflation Targeting*). En cuanto a las operaciones de estabilización monetaria, en 2005 se adoptaron, entre otras, las medidas siguientes: i) fijación de una sola tasa de interés líder para las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo (CDPs a 7 días plazo); ii) calendarización de las decisiones del Comité de Ejecución respecto a cambios de la tasa de interés líder en la fecha posterior más próxima al 15 de cada mes; iii) reducción del número de licitaciones; y, iv) fijación de cupos para la captación de CDPs que se colocan por el mecanismo de licitación.

En cuanto al mercado cambiario, el Banco de Guatemala participó en el mismo aplicando una regla explícita, a fin de eliminar la discrecionalidad de sus participaciones y reducir la volatilidad del tipo de cambio, sin modificar su tendencia. Al aplicar dicha regla, el Banco de Guatemala compró US\$466.6 millones entre enero y agosto de 2005 (último día de participación, 11 de agosto).

Gráfica No. 8



Como consecuencia de lo anterior, las *reservas internacionales netas -RIN-*, al 30 de noviembre, se situaron en US\$3,766.4 millones, monto superior en US\$238.4 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2004 y que representa 4.7 meses de importaciones de bienes y 4.9 veces el monto del servicio de la deuda pública externa a un año, indicadores que denotan la solidez de la posición externa del país. Por su parte, si se relacionan las reservas monetarias con otras variables monetarias, se tiene que las RIN representan 1.5 veces la base monetaria, en tanto que las RIN como porcentaje de la oferta de dinero en sentido amplio (M2) representan, al 30 de noviembre de 2005, el 41.6%, lo que sugiere que el país cuenta con un margen razonable para cubrir las obligaciones monetarias convertidas a moneda extranjera. Otro indicador de la posición externa del país³ está dado por la relación del nivel de las RIN

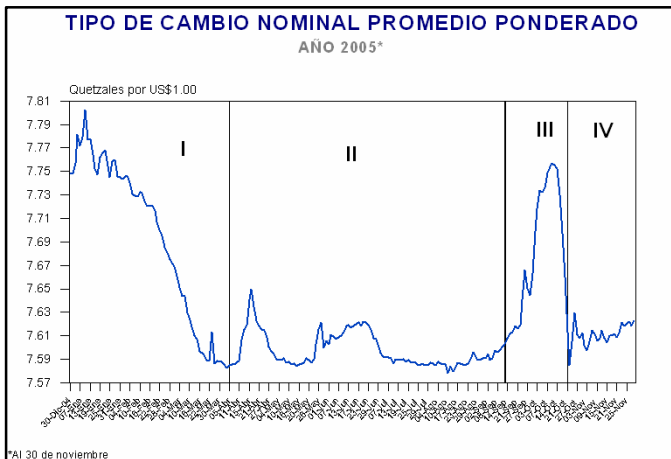
² 18 de febrero (de 2.55% a 2.75%), 20 de mayo (de 2.75% a 3.00%), 22 de julio (de 3.00% a 3.25%), 19 de agosto (de 3.25% a 3.50%), 16 de septiembre (de 3.50% a 3.75%) y 18 de noviembre (de 3.75% a 4.0%).

³ Sin considerar los pagos de deuda externa privada a un año.

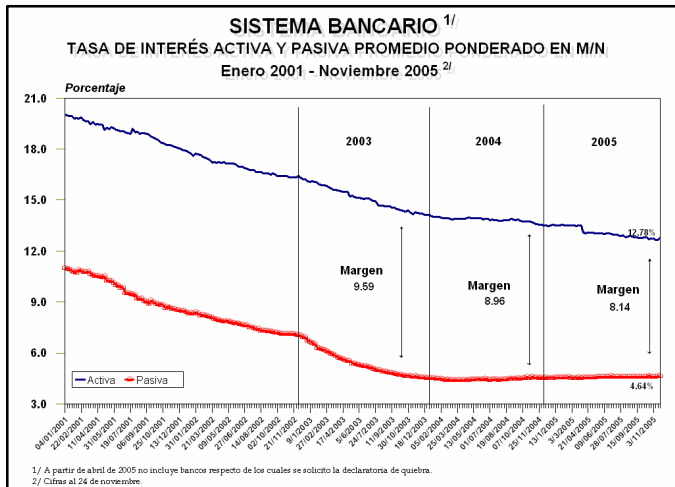
respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y de los pagos de la deuda pública externa a un año, cuyo resultado indicaría que con el nivel actual de RIN se podría cubrir hasta 2.5 veces las referidas obligaciones.

El tipo de cambio nominal se cotizó en Q7.75 por US\$1.00 el 30 de diciembre de 2004 y al 30 de noviembre de 2005 se cotizaba en el mercado de divisas en Q7.62 por US\$1.00. Dicho comportamiento puede dividirse en cuatro períodos; el primero comprendido entre el 30 de diciembre de 2004 y el 5 de abril de 2005, en el que el tipo de cambio se apreció Q0.17 (2.19%) al pasar de Q7.75 por US\$1.00 a Q7.58 por US\$1.00; el referido comportamiento se asocia, principalmente, al fenómeno mundial de depreciación del dólar de los Estados Unidos de América (derivado del relajamiento de las políticas fiscal y monetaria que dicho país aplicó en el pasado reciente), que propició un ingreso de capitales en las economías emergentes. En el segundo período, comprendido entre el 5 de abril y el 13 de septiembre de 2005, se observó que el tipo de cambio nominal dejó de apreciarse, ya que pasó de Q7.58 por US\$1.00 a Q7.60 por US\$1.00; es decir una depreciación de Q0.02 (0.26%). Dicho comportamiento se puede asociar a diversos factores tanto de índole estacional como de derivados de la aplicación de la regla cambiaria por parte del Banco Central y, particularmente a una disminución del ingreso de capitales hacia el país, en parte derivada de la reducción de los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas, lo que a su vez obedece al aumento en la tasa de interés objetivo de fondos federales por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América; en el tercer período, comprendido entre el 14 de septiembre y el 14 de octubre, el tipo de cambio pasó de Q7.61 por US\$1.00 a Q7.75 por US\$1.00, registrando un comportamiento de alta volatilidad, asociado, entre otros factores, a la demanda de divisas proveniente de empresas importadoras de combustibles. El último período abarca desde el 17 de octubre hasta el 30 de noviembre, en el que el tipo de cambio pasó de Q7.75 por US\$1.00 a Q7.62 por US\$1.00, apreciación que obedece principalmente a la estacionalidad de la variable.

Gráfica No. 9



Gráfica No. 10



Sector Financiero. Durante 2005, el sector financiero nacional continuó operando en un entorno caracterizado por la estabilidad de las tasas de interés, la expansión crediticia, la mejora en la calidad de la cartera y la reducción de los activos improductivos.

Las tasas de interés promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario mostraron una tendencia estable, ya que de diciembre de 2004 al 24 de noviembre de 2005 la tasa activa pasó de 13.50% a 12.78%, en tanto que la pasiva pasó de 4.54% a 4.64%. La tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto también ha mostrado estabilidad, manteniéndose, entre enero y noviembre, en promedio, en alrededor de 2.7%, comportamiento que refleja las condiciones de corto plazo del mercado financiero.

El crédito bancario al sector privado, al 24 de noviembre, mostró una tasa de crecimiento interanual de 21.3%, la cual se ubica sobre el rango previsto para esa fecha, de conformidad con la estacionalidad de esa variable⁴. El rubro más importante del crédito bancario al sector privado lo constituyó la cartera crediticia, la cual, sin incluir a los bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra, mostró al 31 de octubre de 2005 (última información disponible), un crecimiento interanual de 22.3%, observándose que la mayor parte de dicha cartera (89.7%), se concentra en los sectores de *consumo y transferencias, comercio, construcción, industria y agricultura*.

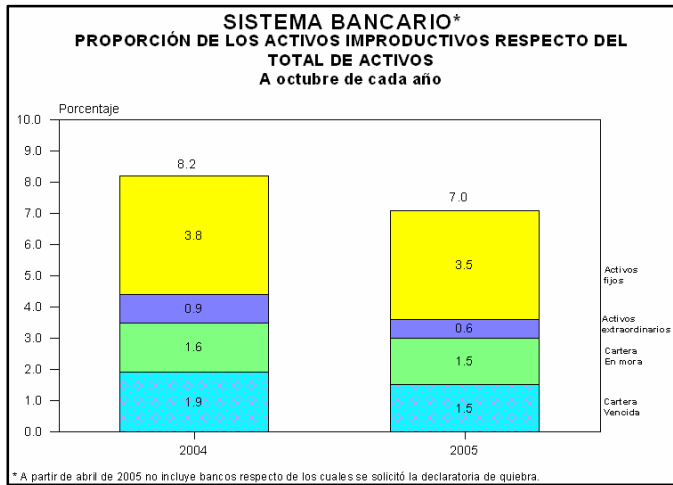
Gráfica No. 11



En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, excluyendo la cartera de los bancos respecto de los cuales se ha solicitado la declaratoria de quiebra, ha mostrado una leve reducción. Al 31 de octubre de 2005 dicha cartera representó el 6.0% del total de la cartera del sistema bancario, inferior en 1.6 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (7.6%).

⁴ El aumento del crédito total al sector privado por encima del límite superior de su corredor estimado, empezó a evidenciarse en la segunda semana del mes de julio de 2005, situación que se asocia, en parte, al efecto que se derivó de créditos que en forma extraordinaria otorgaron algunos bancos, cuyo peso relativo es importante en la intermediación financiera del país.

Gráfica No 12.



Por su parte, el indicador de activos improductivos del sistema bancario (integrado por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos), como proporción de los activos totales, también refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja al situarse en 7.0% en octubre de 2005, porcentaje que es inferior al que registró en igual fecha del año anterior (8.2%).

Situación de las Finanzas Públicas. La política fiscal se condujo con prudencia, apoyando los esfuerzos de consolidación de la estabilidad macroeconómica. En ese sentido, se espera que el déficit primario se ubique dentro del rango de sostenibilidad de las finanzas públicas, el cual ha sido estimado en un rango de +/- 0.5% del PIB⁵. Consistente con ello, los indicadores de solvencia de la deuda pública externa y pública total se encuentran por debajo de los niveles considerados como críticos. En este contexto, los esfuerzos por aumentar la carga tributaria permitirán configurar un escenario fiscal que apoye la estabilidad macroeconómica en el largo plazo.

Al 30 de noviembre de 2005, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, se observó un déficit fiscal de Q1,872.1 millones (déficit fiscal de Q1,229.2 millones a noviembre de 2004). Este resultado obedece al mayor dinamismo observado en el gasto público, ya que éste se incrementó en Q2,440.8 millones (11.1%); mientras que los ingresos totales se incrementaron en Q1,797.9 millones (8.7%). El mayor dinamismo mostrado en los gastos, obedeció al impulso del gasto de capital, el cual registró un incremento de Q1,064.8 millones (17.3%).

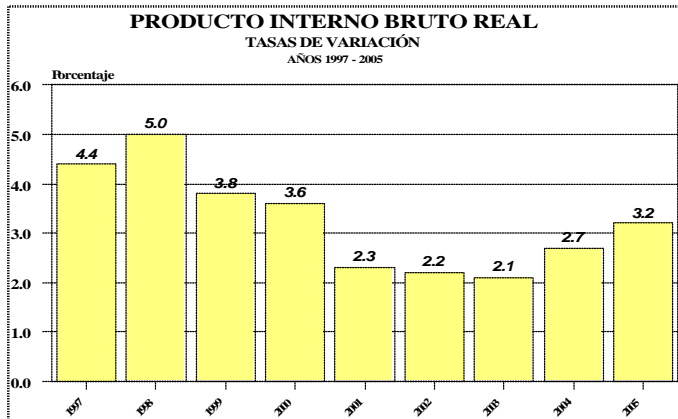
Por otra parte, cabe indicar que el aumento de los depósitos que el gobierno central tiene en el Banco de Guatemala fue substancialmente mayor al que se había programado para el período enero-noviembre, lo que se constituyó en un importante apoyo de la política fiscal a

⁵ Según Sebastián Edwards y Rodrigo Vergara en su documento "Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala", Noviembre 2004.

la monetaria. Dicho comportamiento contribuyó a neutralizar el efecto monetizante derivado de las compras de divisas del Banco Central en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal.

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

Gráfica No. 13

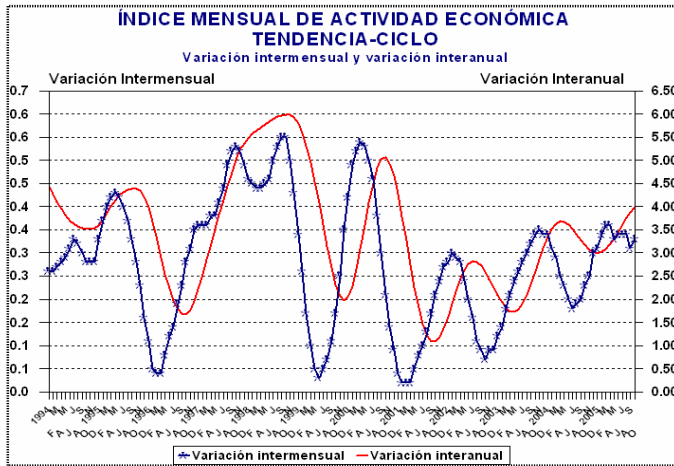


Sector real. La desaceleración que el ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional manifestó desde 1999, se revirtió en 2004, tendencia que continuó en 2005, año para el que se estima que el Producto Interno Bruto -PIB- en términos reales crezca 3.2% (2.7% en 2004). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento, aunque positiva, continúa siendo inferior a la tasa promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%), pero superior por segundo año consecutivo a la tasa de crecimiento de la población (2.5%). Dicho comportamiento se fundamenta, en el orden externo, en el crecimiento favorable que se prevé tanto para la economía de los Estados Unidos de América, como para la del resto de los principales países socios comerciales de Guatemala; y, en el orden interno, en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas⁶.

Si bien el precio internacional del petróleo por segundo año se constituyó en un factor adverso a la actividad productiva nacional, el impulso que continúa mostrando la economía mundial, sustentada fundamentalmente en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular de China, da soporte al crecimiento esperado de la economía guatemalteca. En este sentido, aunque el aumento del precio internacional del petróleo se ha trasladado al nivel general de precios, no ha llegado a mermar el impulso de la actividad económica nacional.

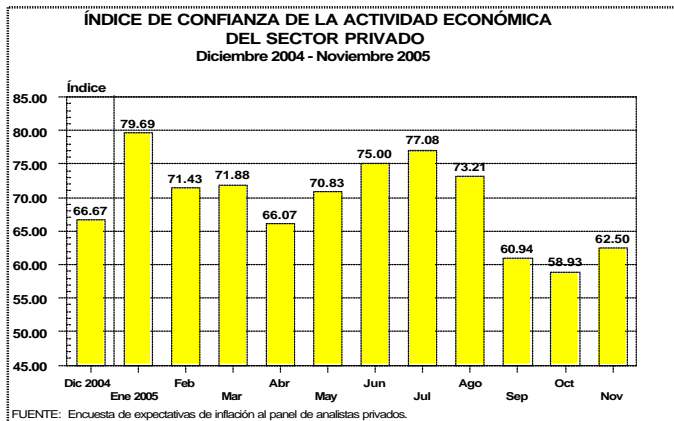
⁶ Se estima que la tormenta tropical *Stan* tuvo un efecto inapreciable en el flujo de producción del país, que se computó según la metodología con que se calculan las cuentas nacionales del país.

Gráfica No. 14



La tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, después de registrar una desaceleración entre mayo de 2004 y enero de 2005, a partir de febrero empezó a mostrar un comportamiento creciente.

Gráfica No. 15



De acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados⁷, las expectativas de reactivación económica durante los primeros ocho meses de 2005 se mantuvieron por encima de lo registrado en diciembre de 2004. En contraste, en los meses posteriores, de septiembre a noviembre el referido índice se situó levemente por debajo del nivel observado en diciembre del año previo, aunque se observa que en el mes de noviembre empezó a recuperarse.

Gráfica No. 16



Otro indicador que se obtiene de la opinión del panel de analistas privados es el relativo a la estimación de crecimiento del PIB. Al respecto, dichos analistas prevén que la actividad económica nacional aumentará su ritmo de crecimiento en 2005 a una tasa de 3.0% (2.8% en noviembre de 2004). Cabe hacer notar que dicha previsión ha venido en aumento en los últimos tres meses⁸.

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

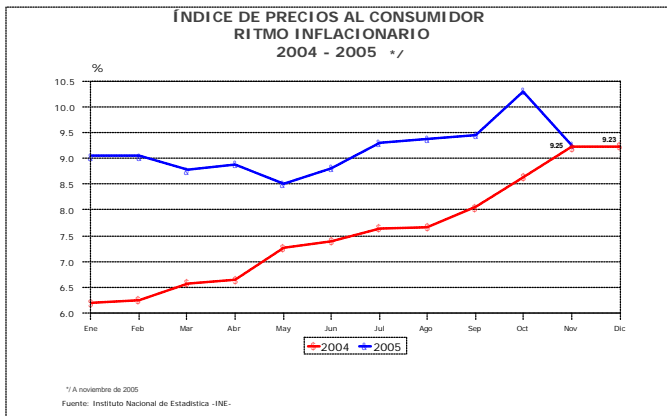
⁸ Es importante destacar que la EEI de octubre se realizó después del paso de la tormenta tropical Stan.

II. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

Gráfica No.17



De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE- al 30 de noviembre de 2005, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 9.25%, porcentaje que resulta superior en 0.03 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2004 (9.22%), y que también se sitúa por encima de la meta para fin de año establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 (entre 4.0% y 6.0%).

Como se analiza más adelante, la mayor parte del exceso de inflación por encima de la referida meta se explica por los efectos derivados del alza en los precios internacionales de los combustibles.

Mención especial merece el comportamiento de los precios en octubre, cuando la inflación fue afectada por la tormenta tropical *Stan*, registrando la variación intermensual más alta desde noviembre de 1998 (fecha en la que el país se vio afectado por el huracán *Mitch*). Dicho comportamiento es explicado, principalmente, por el desabastecimiento de productos agropecuarios y por los daños a la red vial; sin embargo, al regularizarse el abastecimiento de productos agrícolas y al registrarse una disminución en el precio de los combustibles, en noviembre se normalizaron los precios, lo que incidió en que se registrara una mínima variación en el IPC.

El comportamiento observado en la inflación interanual a noviembre de 2005 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 13.17%, que explica el 60.09% de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación el incremento en el índice de los grupos de gasto *Hortalizas, legumbres y tubérculos* (23.98%); *Pan y cereales* (21.03%); *Carnes* (8.52%); y, *Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas* (7.75%), que en conjunto explican el 84.91% de la variación interanual de dicha división de gasto. Por su parte, los



gastos básicos que registraron las mayores alzas a nivel interanual son los *productos de tortillería* (38.99%), *el pan* (17.75%), que en conjunto representan el 24.01% del total de la inflación a noviembre de 2005.

La división de gasto *Transporte y comunicaciones* (ponderación 10.92%) registró a noviembre una variación interanual de 11.02% y explica el 11.71% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento los precios medios de la *Gasolina* (31.46%); *Transporte extraurbano* (25.60%); *Transporte aéreo* (22.82%); y, *Transporte urbano* (5.64%).

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%), registró una variación interanual de 6.36% y explica el 6.45% del total del ritmo inflacionario. Destacan en esta división las alzas en el precio medio del *gas propano* (20.15%) y *los alquileres reales de vivienda* (5.68%).

Por su parte, la división de gasto *Mobiliario, equipo de vivienda y mantenimiento de rutina de la casa* (ponderación 7.95%) registró una variación interanual de 5.70% y explica el 4.61% del total del ritmo inflacionario, destacando las alzas en el *Servicio de mantenimiento del hogar* (6.39%).

El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas explica el 82.86% del ritmo inflacionario observado a noviembre de 2005.

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

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Noviembre de 2004	Noviembre de 2005	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3
ÍNDICE GENERAL	100.00	133.11	145.42	9.25	9.25	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	144.95	164.04	13.17	5.56	60.09
2. Vestuario y calzado	7.94	120.83	124.68	3.19	0.23	2.49
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	124.77	132.71	6.36	0.60	6.45
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	125.31	132.45	5.70	0.43	4.61
5. Salud	5.48	127.33	134.90	5.95	0.31	3.37
6. Transporte y comunicaciones	10.92	119.75	132.95	11.02	1.08	11.71
7. Recreación y cultura	6.83	130.33	137.12	5.21	0.35	3.77
8. Educación	5.60	134.94	143.94	6.67	0.38	4.10
9. Bienes y Servicios Diversos	6.53	128.59	135.00	4.98	0.31	3.40

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE.

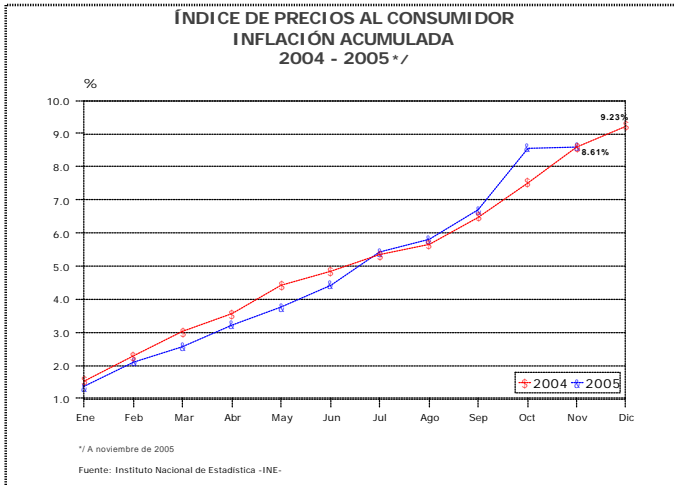
1/ Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

2/ Incidencia en la variación.

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

En cuanto a la inflación acumulada a noviembre del presente año, a nivel república, ésta alcanzó una variación de 8.61%, similar a la registrada el mismo mes del año anterior (8.59%).

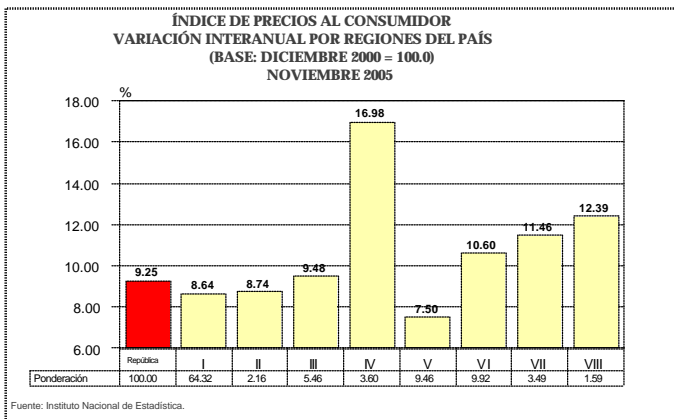
Gráfica No.18



A nivel de regiones⁹, la región IV (Sur-oriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 16.98%; la región VIII (Petén) registró una variación interanual de 12.39%; y, la región VII (Nor-occidente) registró una variación de 11.46%. Por su parte, la región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 8.64%, inferior en 0.61 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (9.25%).

En la región IV (Sur-oriente), con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, se registraron alzas importantes en el precio medio de los *productos de tortillería* (123.49%); *otras verduras y hortalizas* (131.57%); *pan* (20.98%); y, *servicio de agua domiciliaria* (370.59%). Cabe indicar que los incrementos mencionados representan, en conjunto, el 60.36% de la variación interanual de dicha región.

Gráfica No.19

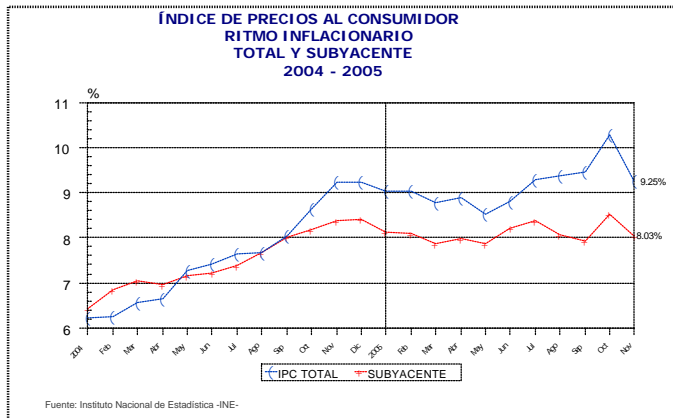


En la región VIII (Petén), con una ponderación de 1.59% dentro del total de regiones, la variación interanual registrada se explica, principalmente, por el incremento en el precio medio del *pan* (64.62%); *productos de tortillería* (55.27%); *frijol* (47.25%); *otras verduras y hortalizas* (74.58%); y, *la gasolina* (38.78%), productos que, en conjunto, explican el 53.10% de la variación de la región.

El incremento observado en la región VII (Nor-occidente), con una ponderación de 3.49%, obedece, básicamente, al alza registrada en el *precio* medio del *pan* (17.22%); *los productos de tortillería* (36.74%), *la papa* (45.20%) y en el *precio* medio de *otras frutas frescas* (45.20%), productos que, en conjunto, representan el 25.47% de la variación de dicha región.

⁹ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nor-oriente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Sur-oriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Sur-occidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Nor-occidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.

Gráfica No.20



2. Inflación subyacente

La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye algunos bienes y servicios cuyos precios son altamente volátiles o están sujetos a choques externos. A este respecto, para el caso de Guatemala, se excluyen los índices de los grupos de *gasto Frutas frescas, secas y en conserva; Hortalizas, legumbres y tubérculos; Gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo;* y, *Gasolina*, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.05%, respectivamente, para un total de 8.19%.

En tal sentido, la inflación subyacente a nivel república registró a noviembre de 2005 una variación interanual de 8.03%, inferior en 1.22 puntos porcentuales respecto a la inflación total (9.25%), diferencia que se explica, principalmente, porque se eliminan en su composición rubros que registraron incrementos significativos: *gasolina* (que registra un ritmo de 31.46%); *hortalizas, legumbres y tubérculos* (23.98%); *gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo* (20.15%); y, *frutas frescas, secas y en conserva* (9.66%).

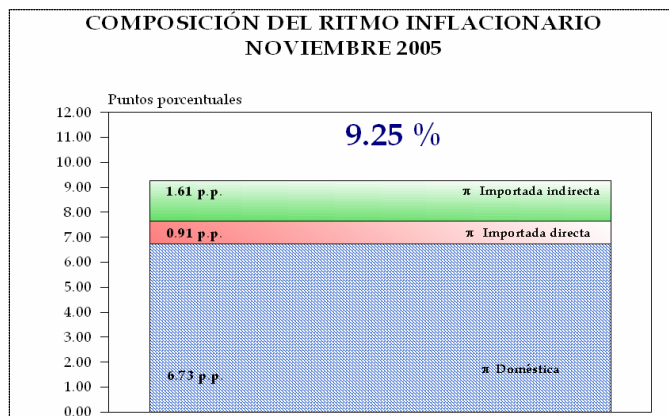
En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente es determinante la evolución de los precios del pan y de los productos de tortillería, los que en conjunto explican el 30.2% de la inflación subyacente a noviembre de 2005.

3. Inflación Importada

El comportamiento del ritmo inflacionario registrado durante el año estuvo significativamente influenciado por la inflación importada, la cual, a su vez, responde principalmente al alza en el precio internacional del petróleo.

Para efectos de análisis, la inflación importada se puede dividir en directa e indirecta. La directa se refiere al efecto que el precio internacional del petróleo tiene sobre los precios de 32 bienes y servicios de la canasta básica, que en su estructura de costos hacen uso intensivo de productos derivados del crudo. El cálculo de la misma es posible realizarlo dado que la información estadística de las cuentas nacionales

Gráfica No.21





-SCN93- ya permite contar con la estructura de costos de producción de estos bienes y servicios. Por su parte, la inflación importada indirecta, o de segunda vuelta, se refiere al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros¹⁰.

METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA INFLACIÓN IMPORTADA DIRECTA

Para llevar a cabo el cálculo de la inflación importada directa se utiliza la estructura de consumo intermedio del año base 2001 del Sistema de Cuentas Nacionales Cuarta Revisión -SCN 93-, para lo cual se establecen los porcentajes que los insumos derivados del petróleo representan dentro de los costos de producción de 32 bienes y servicios.

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

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

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

Se obtiene el nuevo índice para los 32 gastos básicos.

$$I_a = I_{a-1} \left[1 + \left(\frac{VINDP}{100} \right) \right]$$

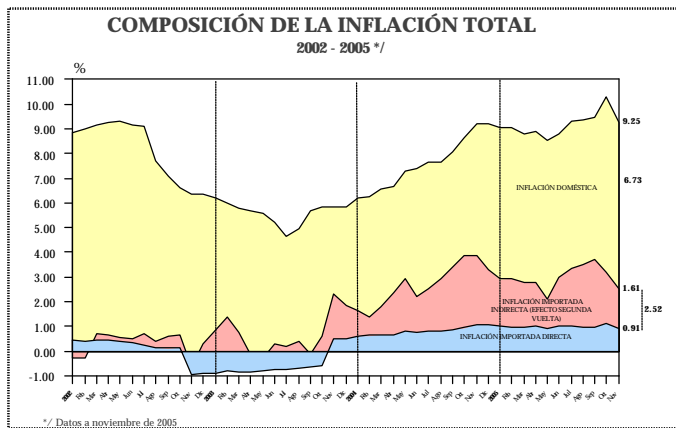
VINDP = Variación del índice de cada bien o servicio, excluidos los insumos derivados del Petróleo
 I_a = Índice actual ajustado
 I_{a-1} = Índice ajustado anterior

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

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

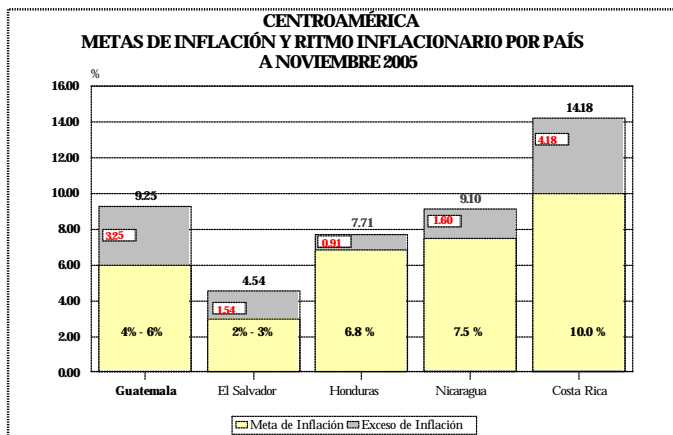
¹⁰ El cálculo de la inflación importada indirecta se realiza conforme la metodología contenida en el Memorándum Conjunto 1-2004, del 22 de octubre de 2004, relativo al vínculo entre la política monetaria y la inflación importada, el cual se encuentra en el sitio de Internet del Banco de Guatemala www.banguat.gob.gt/publica/doctos/bgdocto031.pdf.

Gráfica No.22



A noviembre de 2005 la inflación importada explica 2.52 puntos porcentuales del ritmo inflacionario (9.25%), de los cuales 0.91 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 1.61 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta.

Gráfica No.23



Cabe indicar que el impacto de la inflación importada también se está observando en los otros países centroamericanos, en los que, como resultado, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta prevista.

4. Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2005

Método 1:

a. Aspectos metodológicos

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

$$y_{t+k}^n = (a + bk) c_{t+k}$$



En donde:

- y_t^n = Componente n del IPC en el período t; donde
n: 1,2,...8
- k = Períodos a pronosticar
- a = Componente permanente (intercepto)
- b = Tendencia
- c = Factor multiplicativo estacional

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

Finalmente, en la tercera etapa se integran los pronósticos de los nueve rubros que componen el IPC, por medio de la aplicación del peso que cada rubro tiene en dicho índice, tal y como se indica a continuación:

$$y_t = \sum_{n=1}^9 y_t^n w^n$$

En donde:

- y_t : Pronóstico del IPC en el período t
- w^n : ponderación de la división del gasto

b. Análisis a noviembre de 2005

Para diciembre de 2005, de acuerdo a las estimaciones realizadas, el IPC alcanzaría una variación interanual de 9.22%, influenciada, principalmente, por los precios internacionales del petróleo cuyas posiciones a futuro aún se cotizan a precios cercanos a los US\$60.00 por barril.

En ese sentido, esta proyección econométrica sugiere que la inflación importada de segunda vuelta es el principal factor de riesgo que explica el comportamiento del IPC para 2005. En efecto, el IPC estaría siendo determinado, principalmente, por el comportamiento que se espera en la división de *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, el cual sería superior al de 2004, resultado de la

evolución de los precios del pan y de las tortillas, que a lo largo del presente año han experimentado alzas significativas derivadas del incremento en los costos de transporte, electricidad y gas propano; y, por el crecimiento proyectado en la división de *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, debido al comportamiento del precio del gas propano.

Método 2:

a. Aspectos metodológicos

De acuerdo a la metodología utilizada por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala, el pronóstico del IPC se lleva a cabo en dos etapas. En la primera, se estima una regresión simple entre el IPC y los precios esperados del petróleo en el mercado de futuros de Nueva York. De dicha regresión se obtienen los errores de estimación (e_t). En la segunda etapa se estima un modelo de regresión múltiple, en el cual el IPC es función de los precios esperados del petróleo en el mercado de futuros de Nueva York, del primer rezago del IPC y del séptimo rezago en los errores obtenidos en la regresión simple de la primera etapa. La especificación de la regresión a estimar es la siguiente:

$$IPC_t = b_0 + b_1 PF_t + b_2 IPC_{t-1} + b_3 e_{t-7} + m_t$$

En donde:

IPC_t = Índice General de Precios al Consumidor en el período t

PF_t = Precios a futuro del petróleo observados en el período t

e_t = Error de estimación obtenido en la regresión simple entre IPC_t y PF_t en el período t

m_t = Error de estimación

De acuerdo a los pronósticos de inflación obtenidos por este método, el IPC alcanzaría una variación interanual de 9.15% para diciembre de 2005.

Cabe indicar que dicha proyección sugiere que el impacto del precio del petróleo en la inflación es estadísticamente significativo. En efecto, la principal variable que se utiliza para generar los pronósticos por este método es la de los precios a futuro del petróleo, los cuales varían constantemente dependiendo de las



expectativas en los mercados de futuros sobre posibles eventos que afecten el mercado global del crudo. Por consiguiente, el pronóstico obtenido por medio de esta metodología es muy sensible a variaciones en los precios esperados de dicho producto.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs-

a. En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2005, la tasa de interés de certificados de depósito a plazo –CDPs- a 7 días (tasa líder de la política monetaria)¹¹, que se negocia en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, registró un alza nominal de 45 puntos básicos en el primer semestre, al pasar de 2.55% a 3.00%¹². Durante el segundo semestre, la referida tasa de interés registró un alza nominal de 100 puntos básicos, por lo cual, a finales de noviembre se ubicó en 4.00%¹³. Las referidas alzas fueron adoptadas por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con el propósito de coadyuvar a abatir las expectativas inflacionarias.

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

Por su parte, las tasas de interés de operaciones de estabilización monetaria en el mecanismo de licitación fueron determinadas por las condiciones del mercado, como consecuencia de que el Comité de Ejecución acordó que a partir del 4 de enero de 2005 el Banco de

¹¹ El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en su sesión del 21 de enero, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero la tasa de interés correspondiente al plazo de 7 días sería la tasa de interés líder de la política monetaria, por ser ésta la que más influencia ejerce sobre el comportamiento de la inflación.

¹² El primer ajuste fue de 20 puntos básicos y se aplicó a partir del 21 de febrero, al pasar la tasa de interés del referido plazo de 2.55% a 2.75%; en tanto que el segundo ajuste, de 25 puntos básicos, se aplicó a partir del 23 de mayo al aumentar dicha tasa de interés a 3.00%.

¹³ Todos los ajustes fueron de 25 puntos básicos cada uno y se aplicaron a partir del 25 de julio, del 22 de agosto, del 19 de septiembre y del 21 de noviembre.



Guatemala modificara su participación en dicho mecanismo, para lo cual, con el objetivo de eliminar la práctica de fijar las tasas de interés para los plazos mayores a 28 días¹⁴, determinó la creación de límites máximos (cupos) para cada uno de dichos plazos, los cuales se fijaron en función, fundamentalmente, de los espacios monetarios determinados conforme al flujo de monetización. Las licitaciones se realizaron en forma diaria hasta el 28 de enero y, a partir del 31 de dicho mes, el Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala convocara a licitación tres veces por semana (lunes, miércoles y viernes), medida que se tomó en consistencia con el objetivo de reducir gradualmente la frecuencia de las licitaciones, velando, a la vez, porque los mercados estuvieran debida y previamente informados de tales cambios.

Con el propósito de adecuar las captaciones de liquidez al flujo estimado de monetización y privilegiar la neutralización gradual de liquidez a plazos mayores, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 3 de mayo se convocara a licitación únicamente a los plazos de 364 días y 728 días, estrategia que se mantuvo durante mayo y junio.

Para el segundo semestre, el Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó que, a partir del 4 de julio, el Banco de Guatemala convocara a licitación, los lunes a plazos de 91 días y 364 días; los miércoles a plazos de 182 días y 728 días, con cupo preanunciado para cada uno de dichos plazos; y, los viernes a plazos de 1456 días (4 años), 2184 días (6 años) y 2912 días (8 años), con la diferencia que para estos plazos no se preestableció cupo alguno de captación, con el objeto de favorecer mayores captaciones a plazos largos. Para la adjudicación correspondiente, el Comité decidió que determinaría el monto a adjudicar para cada plazo, en tanto que para la determinación de la tasa de interés a aplicar, tomaría como referencia la que correspondiera a cada uno de dichos plazos en una curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de las tasas de interés a 1 y 10 años plazo. A partir del 26 de septiembre se estableció un cupo preanunciado para el

¹⁴ A partir del 28 de febrero de 2005 la opción de captación al plazo de 28 días se trasladó al mecanismo de licitación. En los meses de marzo y abril, para dicho plazo se registraron tasas promedio ponderado de 3.18% y 3.24%, similares a las que se observaron en enero y febrero (3.24%), cuando tales operaciones se realizaban en el mecanismo de la MEBD y bolsas de valores.



plazo de 2912 días (8 años), dado que el Comité de Ejecución consideró que la competencia observada en las posturas de CDPs a 8 años era muy limitada y que un cupo restringido de captación para dicho plazo propiciaría una mayor competencia entre los participantes y limitaría los costos financieros asociados. El pago de intereses para los plazos mayores de 364 días sería en forma semestral, con el fin de mantener las mismas condiciones en las que opera el Ministerio de Finanzas Públicas.

En la tabla siguiente puede observarse que, en general, las tasas de interés promedio ponderado mensual a los distintos plazos han mostrado variaciones, manifestándose en febrero las tasas de interés más altas para la mayoría de los plazos.

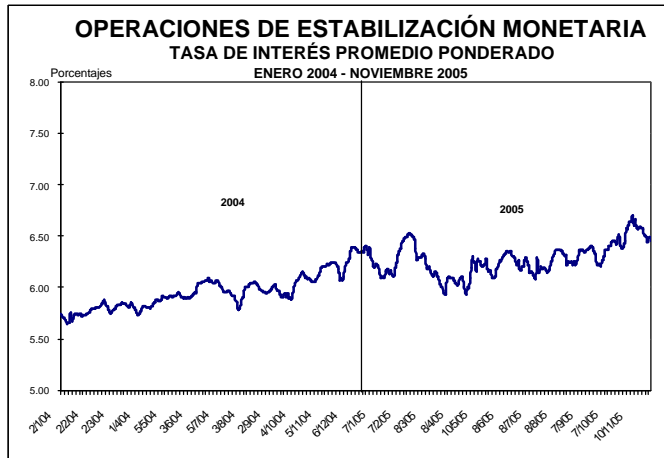
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL
DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
LICITACIÓN
DE ENERO A NOVIEMBRE 2005
- En Porcentajes -

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
28 ^{a/}	-	-	3.18	3.24	-	-	-	-	-	-	-
91	5.77	5.99	5.53	4.94	-	-	3.50	5.00	4.98	4.97	5.00
182	5.84	6.11	5.94	5.52	-	-	5.49	5.48	5.61	5.43	5.50
364	6.13	6.50	6.48	6.30	6.12	6.26	6.11	5.99	6.28	6.13	6.25
728	6.83	7.06	7.04	7.01	7.00	7.05	6.90	6.95	6.95	6.90	7.00
1092 ^{b/}	7.85	7.95	7.96	-	-	-	-	-	-	-	-
1456	7.97	-	8.02	-	-	-	6.98	7.23	7.25	7.25	7.25
2184	-	-	-	-	-	-	7.60	7.68	7.75	7.75	7.75
2912	-	-	-	-	-	-	8.21	8.26	8.39	8.40	8.40

a/ Este plazo dejó de convocarse a licitación a partir del 3 de mayo de 2005.

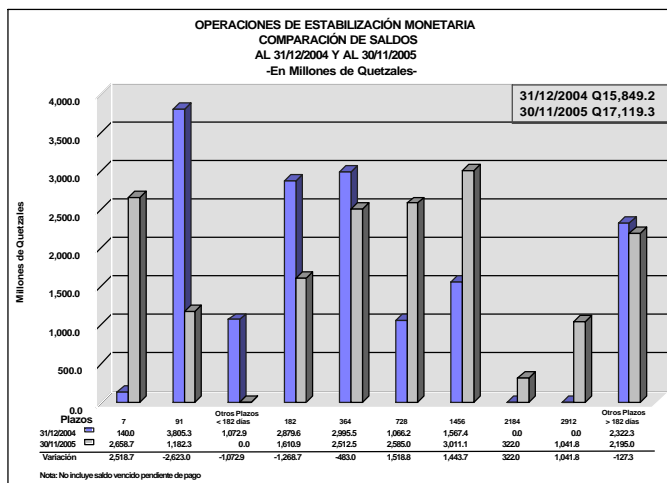
b/ Este plazo dejó de convocarse a licitación a partir del 21 de marzo de 2005.

Gráfica No.24



En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de las operaciones de estabilización monetaria, durante el período de enero a noviembre de 2005, ésta mostró un comportamiento estable con leve tendencia al alza, al pasar de 6.32% a 6.45%, como consecuencia de las tasas de interés reconocidas en las captaciones a plazos largos (4, 6 y 8 años) y del cambio en la estructura del saldo de OEMs por plazos, al observarse un traslado de la liquidez de plazos menores de 180 días hacia plazos mayores¹⁵. En las gráficas siguientes se muestra el comportamiento de la tasa de interés de enero de 2004 a noviembre de 2005 y se comparan los saldos de las operaciones de estabilización monetaria del 31 de diciembre de 2004 con los del 30 de noviembre de 2005.

Gráfica No.25

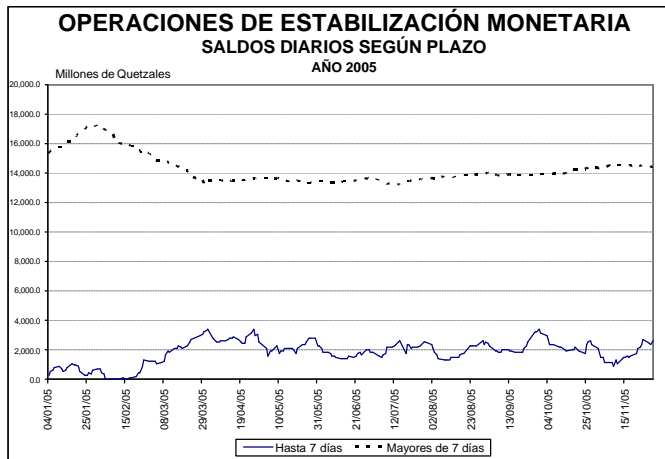


Al analizar las operaciones de estabilización monetaria por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de política monetaria) y a plazos mayores. Como puede observarse en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado mayoritariamente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un máximo de Q17,279.4 millones (96.1% del total) el 1 de febrero de 2005 y un mínimo de Q13,206.4 millones (80.2% del total) el 30 de marzo de 2005. El saldo total de las operaciones de estabilización monetaria registrado al 30 de noviembre de 2005 asciende a Q17,119.3 millones¹⁶, del cual Q2,658.7 millones (15.5%) corresponde al plazo de 7 días.

¹⁵ Al 31 de diciembre de 2004 las operaciones de estabilización monetaria a plazos menores de 180 días representaban el 31.7% del total y a plazos mayores de 180 días representaban el 68.3% del total; en tanto que, al 30 de noviembre de 2005, tales operaciones a plazos menores de 180 días representaban el 22.4% y a plazos mayores de 180 días representaban el 77.6%.

¹⁶ Incluye saldo vencido pendiente de pago por Q4.1 millones.

Gráfica No.26



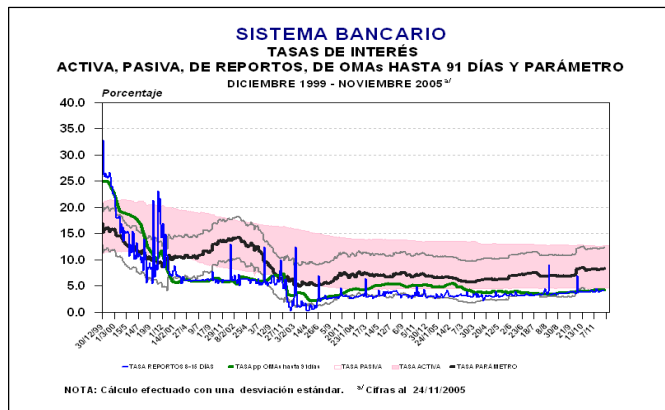
Por otra parte, en cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el Comité de Ejecución acordó mantener durante las primeras tres semanas de enero posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés inicial de 11.15%. Posteriormente, el 21 de enero de 2005 dicho Comité acordó disminuir la referida tasa de interés a 7.65%, con el objetivo de reducir la brecha entre la tasa de interés líder activa (de inyección) y la pasiva (de colocación). Cabe mencionar que los aumentos observados en la tasa de interés líder pasiva de política monetaria, que al 30 de noviembre se situó en 4.00%, han coadyuvado a reducir dicha brecha. El objeto de haber iniciado el proceso de reducción de la referida brecha es el de propiciar las condiciones para que la tasa de interés de corto plazo no manifieste excesiva volatilidad, ya que ello no sería conveniente porque, en primer lugar, causaría trastornos en el proceso de intermediación financiera y, en segundo lugar, interferiría con la apropiada transmisión de la política monetaria a través del sistema bancario.

b) En moneda extranjera

Durante 2005 el Banco de Guatemala continuó convocando a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América, con el propósito de coadyuvar a reducir la volatilidad observada en el tipo de cambio. Las licitaciones se realizaron, a partir del 10 de enero, los martes y jueves de cada semana. Posteriormente, a partir del 12 de septiembre, se convocó a licitación únicamente los martes de cada semana, considerando, por una parte, que en el mercado no se había manifestado una mayor demanda y, por la otra, que dicha medida sería consistente con la reducción de la frecuencia de las licitaciones expresadas en quetzales.

En el contexto descrito, hasta el 30 de noviembre de 2005 el total de captaciones de estas operaciones se situó en US\$30.9 millones, habiéndose colocado el mayor monto (US\$29.6 millones) al plazo de 91 días, a tasas de interés entre 2.85% y 2.89% y US\$1.3 millones al plazo de 336 días, a tasas de interés entre 3.40% y 3.89%. El saldo al final del mes indicado era de US\$1.3 millones.

Gráfica No.27



2. Tasa parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la "Regla de Taylor"¹⁷, que incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal, de manera que la tasa de interés resultante indique los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 establece que la tasa parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés relevante de las operaciones de estabilización monetaria.

Al 24 de noviembre de 2005, la tasa parámetro se ubicó en 8.37% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 12.32% y 4.42%, respectivamente. Cabe indicar que hasta septiembre de 2005 la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se mantuvo levemente por arriba del límite inferior de la banda de la tasa parámetro; sin embargo, a partir de octubre la misma se empezó a ubicar levemente por debajo de dicho límite hasta situarse el 24 de noviembre en 4.15%. Por su parte, de igual forma, también de octubre a noviembre, la tasa de interés promedio ponderado hasta 91 días plazo de los certificados de depósitos a plazo -CDPs- (tasa de interés relevante de las operaciones de estabilización monetaria) comenzó a ubicarse levemente por debajo del límite inferior citado, situándose al 24 de noviembre en 4.31%. Cabe señalar que, mientras que la tasa parámetro muestra una leve tendencia al alza, las tasas del mercado de dinero lo hacen con un menor dinamismo, sugiriendo que a partir de octubre, se ha producido un relajamiento de la política respecto de su nivel "neutral", por lo que, desde el punto de vista de este indicador en particular, existe espacio para una política monetaria más restrictiva.

¹⁷ La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado "Tasa Parámetro".

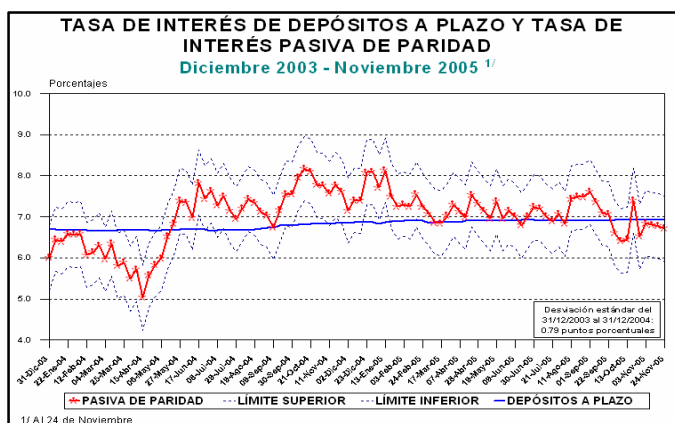
3. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva doméstica

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

Para efectos de medición, se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable a la tasa de interés pasiva doméstica en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para los depósitos a plazo). Además, como una medición aproximada de la prima de riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio promedio (compra y venta) observado y el tipo de cambio de cierre negociado en el mercado de futuros guatemalteco. A la vez, para medir aproximadamente la prima de riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los bonos guatemaltecos colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

En el período enero-septiembre de 2005, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo en el sistema bancario, en términos generales, fue inferior a la tasa pasiva de paridad. En contraste, en el período octubre-noviembre, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario se ubicó por arriba de la tasa pasiva de paridad. En efecto, al 24 de noviembre de 2005, las mismas alcanzaron 6.94%, y 6.71%, respectivamente. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que a partir del mes de octubre de 2005 habría resultado más favorable ahorrar internamente, contrario a lo observado durante los primeros nueve meses del presente año.

Gráfica No.28

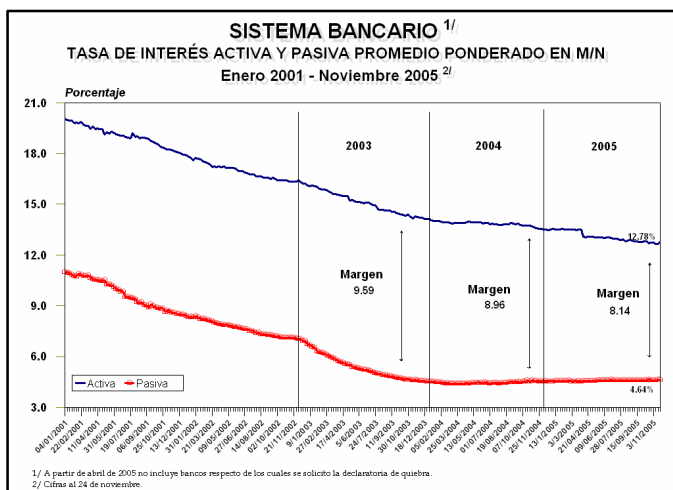


el sistema bancario con el margen de tolerancia de la tasa pasiva de paridad¹⁸, a partir de la tercera semana de enero hasta el 24 de noviembre de 2005, la misma se ubicó dentro de dicho margen, por lo cual la orientación de dicha variable sugirió que la política monetaria se mantuviera sin cambios.

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

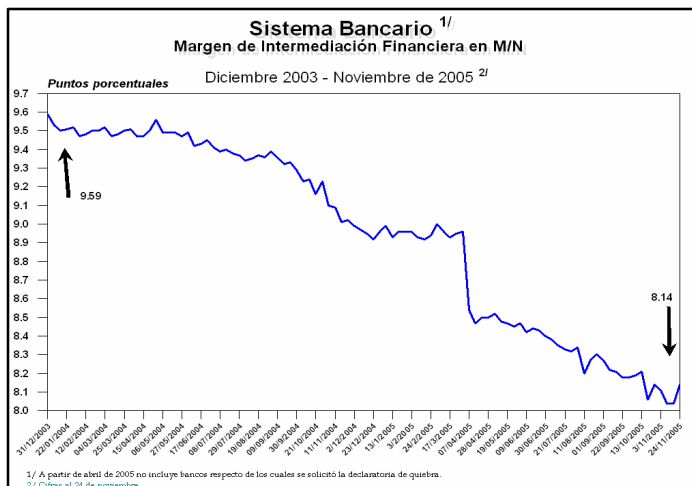
a) En moneda nacional

Gráfica No. 29



De enero a noviembre de 2005, las tasas de interés, promedio ponderado, continuaron con un comportamiento estable, pero con una leve tendencia a la baja. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, a noviembre, se situó en 12.78% anual, inferior en 0.72 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2004 (13.50%); mientras que la tasa pasiva se ubicó en 4.64%, superior en 0.10 puntos porcentuales respecto de la registrada al 31 de diciembre de 2004 (4.54%). Cabe indicar que el comportamiento observado de la tasa de interés activa se debe a que a partir del 7 de abril las cifras ya no incluyen información de los bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra, lo cual representa una disminución de alrededor de 0.41 puntos porcentuales, mientras que en la tasa pasiva el efecto fue nulo.

Gráfica No. 30

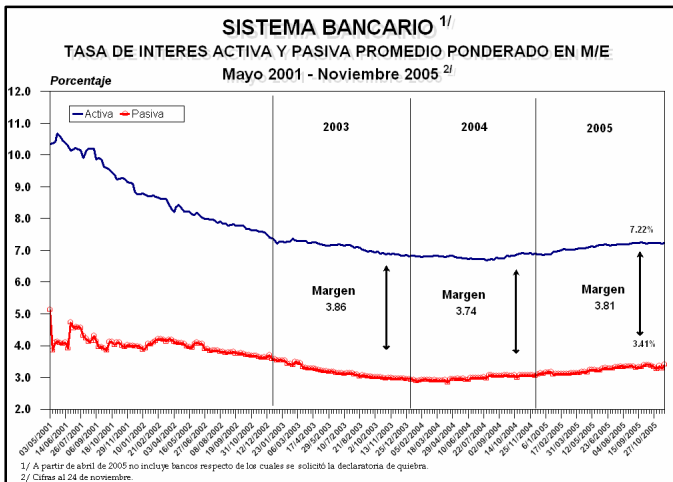


Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera, en moneda nacional, se situó en 8.14 puntos porcentuales a noviembre de 2005, inferior en 0.82 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2004. De igual manera, en ese resultado influyó la exclusión de los bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

¹⁸ La Junta Monetaria en resolución JM-160-2004 del 29 de diciembre de 2004, acordó que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- una desviación estándar. Al considerar una serie semanal con información comprendida entre el 31 de diciembre de 2003 y el 31 de diciembre de 2004, se estableció que una desviación estándar equivale a 0.79 puntos porcentuales.

b) En moneda extranjera

Gráfica No. 31



Las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, en moneda extranjera, a noviembre de 2005 han mostrado un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa al 24 de noviembre de 2005 se situó en 7.22%, superior en 0.37 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2004; mientras que la tasa pasiva mostró un aumento de 0.30 puntos porcentuales, al situarse el 24 de noviembre de 2005 en 3.41%.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva, el margen de intermediación financiera, en moneda extranjera, aumentó en 0.07 puntos porcentuales, al pasar de 3.74 puntos porcentuales en diciembre de 2004 a 3.81 puntos porcentuales al 24 de noviembre de 2005.

C. EMISIÓN MONETARIA Y CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Emisión monetaria

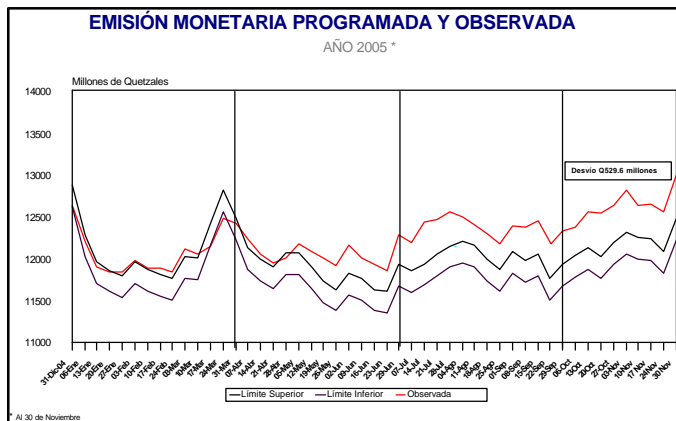
Conforme al programa monetario revisado para 2005, se estimó que al finalizar el año la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 8.0% en relación al nivel observado a finales de 2004, compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 3.2% y con la meta de inflación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

El comportamiento de la emisión monetaria a noviembre de 2005 se puede observar en la gráfica.

Hasta el 20 de enero de 2005 la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo dentro del corredor programado, debido al efecto desmonetizante que hasta esa fecha generó el aumento de las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado por alrededor de Q1,645.0 millones.

A partir de la última semana de enero y hasta el 10 de marzo, la emisión monetaria se ubicó escasamente por encima del límite superior del referido corredor, registrando un desvío promedio de Q54.4 millones. El excedente de emisión observado desde finales de enero se explica, por el lado de la oferta, fundamentalmente,

Gráfica No.32





por la mayor monetización de origen externo -que en términos netos fue de Q652.0 millones (US\$81.5 millones)- originada, principalmente, por las compras de divisas del Banco de Guatemala en el mercado cambiario¹⁹, la cual se vio compensada en buena medida por el efecto desmonetizante del aumento de la posición del resto del sector público por Q785.4 millones, que incluye un mayor nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q584.1 millones. Por su parte, el comportamiento de las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado en dicho período fue monetizante, al disminuir el saldo de dichas operaciones en Q1,024.7 millones.

En el período comprendido entre el 17 y el 31 de marzo, la emisión monetaria se ubicó por debajo del límite inferior del corredor programado, para luego finalizar el trimestre dentro del referido corredor. Dicha situación se explica por el efecto desmonetizante derivado de un incremento en el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q493.0 millones.

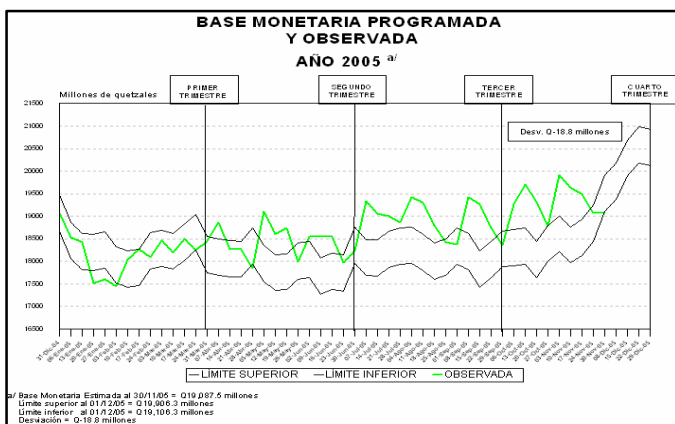
Durante el mes de abril la emisión monetaria, en general, se ubicó alrededor del límite superior del corredor programado, registrando un desvío promedio de Q71.8 millones, asociado, por una parte, a la disminución en el saldo total de las operaciones de estabilización monetaria por aproximadamente Q568.0 millones y, por la otra, a la monetización de origen externo por Q568.8 millones (alrededor de US\$71.0 millones), derivada, principalmente, de las compras de divisas por parte del Banco de Guatemala en el mercado cambiario por US\$65.0 millones.

A partir de la primera semana de mayo, hasta el 30 de noviembre, el comportamiento de la emisión monetaria se ubicó por encima del límite superior del corredor programado, registrando un desvío promedio en dicho período de Q357.9 millones, cuyo punto máximo se observó el 20 de octubre, fecha en la que alcanzó un desvío de Q524.7 millones. El excedente de emisión monetaria observado en el citado período se explica, por el lado de la oferta, básicamente por la monetización de origen interno derivada de la disminución del saldo de las operaciones de

¹⁹ El Banco de Guatemala, de conformidad con la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, empezó a participar en el mercado cambiario el 22 de febrero, comprando US\$106.4 millones desde dicha fecha hasta el 10 de marzo.

estabilización monetaria con el sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q616.1 millones y por la monetización de origen externo por Q230.4 millones (US\$28.8 millones), asociada a la compra de divisas del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. Los factores monetizantes mencionados fueron parcialmente compensados, básicamente, hasta el 30 de noviembre por el aumento de las inversiones en CDPs del Resto de Entidades del Sector Público por Q663.9 millones, y por el aumento en la posición total de los bancos del sistema con el Banco de Guatemala, por Q364.5 millones.

Gráfica No. 33



Cabe indicar que, en términos relativos, el desvío promedio de la emisión monetaria durante el año fue de alrededor de 1.9% con relación al saldo promedio de la emisión monetaria, por lo que el mismo puede considerarse moderado. Cabe señalar que estudios econométricos recientes indican que la sensibilidad del Índice de Precios al Consumidor -IPC- ante incrementos en el desvío de la emisión monetaria, es poco significativo, ya que un aumento del 1% en el referido desvío incrementa el IPC en 0.00345% con un rezago de 12 meses.

Por otra parte, cabe indicar que si se analiza el comportamiento de la liquidez primaria en el contexto de un agregado monetario más amplio, como lo es el de la base monetaria, se tiene que durante 2005 la misma se mantuvo, en promedio, alrededor del límite superior del corredor programado para la base monetaria, asociado a la estabilidad en el coeficiente de retención bancaria, lo que pone en perspectiva que el dinero de alto poder no fue la fuente principal de las presiones inflacionarias durante el año.

2. Análisis de las cuentas de balance del Banco de Guatemala

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, contempló, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, el cual contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del banco central, en el que se estimó, como se indicó, que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 8.0% respecto del nivel observado a finales de 2004; sin embargo, derivado de que en el primer semestre se observaron algunos eventos no contemplados en el programa monetario original (aprobado por la Junta Monetaria en diciembre de



2004), los que se suscitaron por el lado de la oferta monetaria, fue necesario revisar el mismo.

La revisión del programa monetario fue conocida por la Junta Monetaria en su sesión del 8 de junio y conllevó algunos ajustes derivados, por un lado, de la inclusión del efecto monetizante de las compras de divisas efectuadas por el Banco de Guatemala en el mercado cambiario, realizadas con el propósito de moderar la volatilidad cambiaria observada en el segundo trimestre del año y, por el otro, de una revisión por parte del Ministerio de Finanzas Públicas del monto de desembolsos de deuda externa.

A continuación se presenta el programa monetario con cifras observadas al 30 de septiembre.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2005 ^{a/}
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2004 AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2005
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	2149	2296	147
US\$	269	288	19
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	341	-2429	-2770
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-601	-2349	-1748
1.1. Gobierno Central	-217	-1482	-1265
1.2. Resto sector público	-385	-867	-482
2. Posición con bancos y financieras.	-361	98	459
2.1. Crédito a bancos y financ.	-2	-3	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-359	101	460
3. Otros activos netos	807	168	-640
3.1. Gastos y productos	676	402	-274
3.2. Activos netos no clasificados	132	-233	-365
4. Operaciones de estabilización monetaria	496	-347	-843
III. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-3692	-1069	2623
IV. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-1202	-1202	0

a/ Se refiere al programa monetario revisado al 31 de mayo de 2005, el cual fue conocido por la Junta Monetaria para su seguimiento, el 8 de junio de 2005.

Memo:
OEMs totales -3196 -1213 1983

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



a) Monetización externa

El programa monetario previó que al 30 de septiembre de 2005 el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) aumentaría en Q2,149.0 millones (US\$269.0 millones); sin embargo, al finalizar el referido mes las RIN exhibieron un aumento de Q2,296.0 millones (US\$288.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q147.0 millones (US\$19.0 millones) a lo programado. La referida desviación obedece, principalmente, a las compras de divisas del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

b) Posición con el sector público

De enero a septiembre del presente año el gobierno central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q1,482.0 millones, monto superior en alrededor de Q1,265.0 millones a lo programado para dicho período.

El aumento en los depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala se explica, por una parte, por el financiamiento interno obtenido durante el primer semestre, por la colocación de bonos del tesoro por Q4,316.0 millones, de los cuales Q2,483.7 millones se realizaron por medio del mecanismo de licitación, Q1,176.9 millones por medio del mecanismo de subasta y Q655.4 millones por medio del mecanismo de negociación directa y, por la otra, por la menor ejecución del gasto público respecto de lo programado durante el período enero-septiembre de 2005.

Por su parte, el resto del sector público observó una desmonetización por Q867.0 millones, superior en alrededor de Q482.0 millones respecto a lo programado para el 30 de septiembre. Este resultado se explica por el aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q867.0 millones.

c) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, al 30 de septiembre los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante de Q361.0 millones, derivado del aumento previsto del saldo del encaje bancario en el banco central por parte de tales entidades. Cabe indicar que el comportamiento observado del referido encaje



bancario hasta el tercer trimestre fue monetizante en Q98.0 millones, lo que representó una desviación por Q459.0 millones respecto de lo programado.

d) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el tercer trimestre fue monetizante en Q402.0 millones, monto inferior en Q274.0 millones respecto de lo programado. Cabe indicar que dicha diferencia se explica, principalmente, por el menor pago de intereses por CDPs, resultado, por una parte, del traslado de los vencimientos de las operaciones de estabilización monetaria de corto a largo plazo y, por la otra, de la menor realización de dichas operaciones respecto de lo programado.

e) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que al 30 de septiembre de 2005 se tendrían que realizar operaciones de estabilización monetaria (OEMs) por Q3,196.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al finalizar el referido mes, el saldo total de las OEMs registró un aumento de Q1,213.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2004, lo que generó una desviación en dicha variable por Q1,983.0 millones.

Cabe indicar que el aumento observado en el saldo de operaciones de estabilización monetaria se explica, principalmente, por el incremento en las inversiones en CDPs de la entidades públicas por alrededor de Q866.4 millones, así como por el incremento en las OEMs con el sector privado y bancos en moneda nacional y extranjera por Q346.2 millones.



PROGRAMA MONETARIO 2005
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES

CONCEPTO	TRIMESTRES 2005				Total 2005
	I	II	III	IV	
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	1084	596	616	-296	2000
US\$	136	75	77	-37	250
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-1659	-951	-887	2464	-1033
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-966	-2557	1173	3113	763
1.1. Gobierno Central	-721	-2184	1423	3122	1639
1.2. Resto sector público	-245	-372	-250	-9	-876
2. Posición con bancos y financieras.	417	70	-388	-819	-720
2.1. Crédito a bancos y financ.	-1	-1	-1	-15	-18
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	418	71	-388	-804	-703
3. Otros activos netos	118	-84	137	571	742
3.1. Gastos y productos	166	147	89	209	611
3.2. Activos netos no clasificados	-48	-232	48	362	131
4. Operaciones de estabilización monetaria	-854	1828	-1321	240	-107
5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez	-374	-208	-488	-641	-1711
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-575	-355	-271	2169	967

Tomando en cuenta el comportamiento de las variables monetarias observado a noviembre, la estimación del desenvolvimiento del sector real, del sector externo, así como la estimación de cierre de las variables fiscales (que incluye la proyección de las necesidades de financiamiento para las actividades de reconstrucción asociadas a la tormenta tropical *Stan*), a continuación se presenta la estimación para el último trimestre de 2005 y del cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.

Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaría que en el cuarto trimestre las RIN muestren una disminución por US\$37.0 millones, derivado, principalmente, del pago del servicio de la deuda pública externa. Dadas las cifras observadas a noviembre, al finalizar el año se estimaría un aumento de RIN por alrededor de US\$250.0 millones, monto que permitiría continuar consolidando la posición del sector externo del país.

Consistente con el comportamiento de las RIN y de la demanda de emisión monetaria, en el cuarto trimestre los AIN del Banco de Guatemala monetizarían en Q2,464.0 millones, mientras que se esperaría que éstos al cierre del año desmoneticen en Q1,033.0 millones.



Considerando el saldo de los depósitos del gobierno central a noviembre de 2005, así como la estimación en las finanzas públicas de las necesidades de financiamiento para las actividades de reconstrucción asociadas a la tormenta tropical *Stan*, se espera que en el cuarto trimestre, el gobierno central disminuya en Q3,122.0 millones sus depósitos en el Banco de Guatemala. De esa cuenta, al finalizar el año la monetización generada por el gobierno central sería de Q1,639.0 millones. Contrariamente, se espera que al finalizar el año el resto de las entidades públicas haya desmonetizado Q876.0 millones, con lo cual la monetización generada por el sector público no financiero consolidado sería por Q763.0 millones.

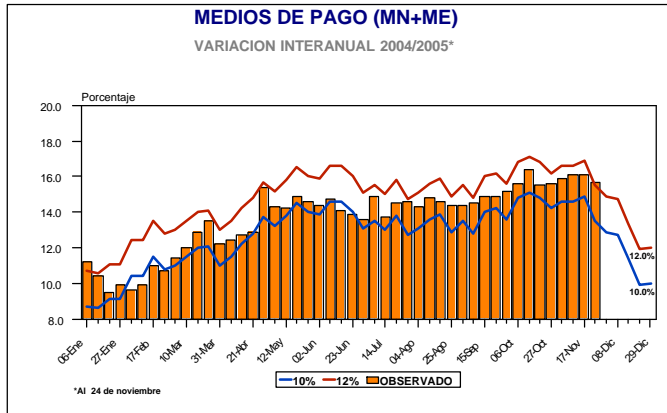
En cuanto a la posición de los bancos del sistema, se espera que al finalizar el cuarto trimestre dichas entidades aumenten sus depósitos en el banco central por Q819.0 millones, ello como consecuencia, fundamentalmente, de la trayectoria esperada de las captaciones bancarias durante el último trimestre. Derivado de lo anterior, se espera que al finalizar el año los bancos hayan generado una desmonetización por Q720.0 millones.

Tomando en consideración el monto y la tasa de interés de las operaciones de estabilización monetaria y de las inversiones de las RIN, durante el cuarto trimestre el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia alcanzaría Q209.0 millones, lo que sumaría un costo acumulado de Q611.0 millones al finalizar el año.

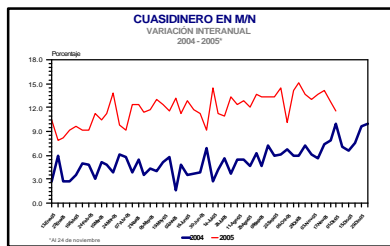
Consistente con la demanda de emisión monetaria por Q2,169.0 millones, con la desmonetización de origen externo por el equivalente de Q296.0 millones y con el efecto monetizante que tendrían los otros rubros que integran los AIN del Banco de Guatemala, en el cuarto trimestre sería necesaria una neutralización de liquidez por Q641.0 millones, lo cual significa que el saldo de las OEMs tendría que aumentar por ese monto.

En este sentido, al finalizar el año el saldo de las operaciones de estabilización monetaria totales se ubicaría en Q18,691.0 millones, del cual Q13,050.0 millones correspondería a las operaciones de estabilización monetaria realizadas con el sector privado.

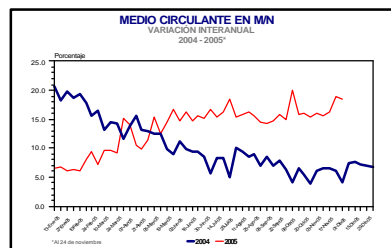
Gráfica No. 34



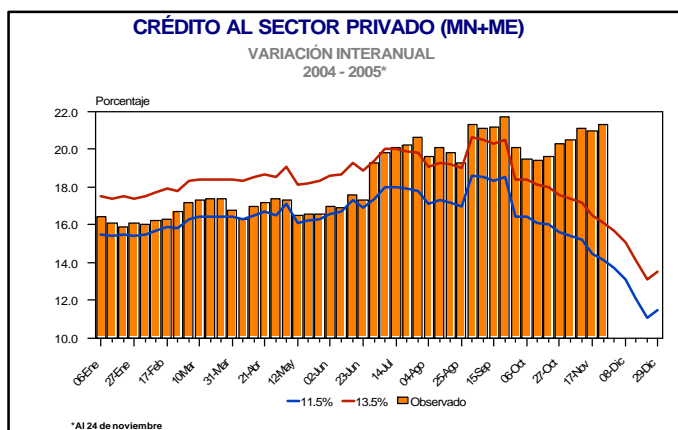
Gráfica No.35



Gráfica No. 36



Gráfica No. 37



D. MEDIOS DE PAGO²⁰

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2) podrían crecer entre 10% y 12%, en términos interanuales. Al 24 de noviembre de 2005, la variación interanual de los medios de pago fue de 15.7%, la cual se ubicó ligeramente por encima del rango esperado para esa fecha (13.5% - 15.5%).

Por su parte el agregado monetario M2 en moneda nacional registró, al 24 de noviembre de 2005, un saldo de Q63,564.5 millones, con un crecimiento interanual de 14.8% (Q8,184.0 millones).

Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidinero registró una tasa de crecimiento interanual de 11.6% (Q3,478.2 millones) y el medio circulante una de 18.4% (Q4,705.8 millones).

Por su parte, los medios de pago (M2) en moneda extranjera registraron al 24 de noviembre un saldo equivalente a Q8,325.8 millones, con un crecimiento interanual de Q1,582.9 millones (23.5%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció por el equivalente a Q1,020.0 millones (27.7%) y los depósitos monetarios por el equivalente a Q563.0 millones (18.4%), ambos en términos interanuales.

E. CRÉDITO DE LOS BANCOS AL SECTOR PRIVADO²¹

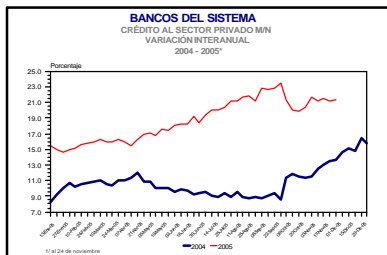
1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 se estimó que para fin de año el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 11.5% y 13.5%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

²⁰ No incluye a las entidades respecto de las cuales se solicitó declaratoria de quiebra.

²¹ No incluye a las entidades respecto de las cuales se solicitó declaratoria de quiebra.

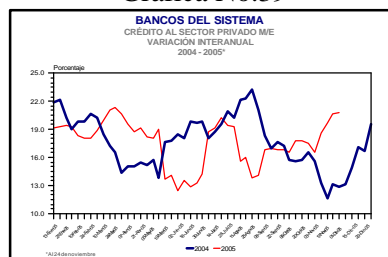
Gráfica No. 38



Al 24 de noviembre de 2005, la variación interanual del crédito bancario al sector privado se situó en 21.3%, la cual se ubica por encima del límite superior del rango esperado para esa fecha (14.1% - 16.1%).

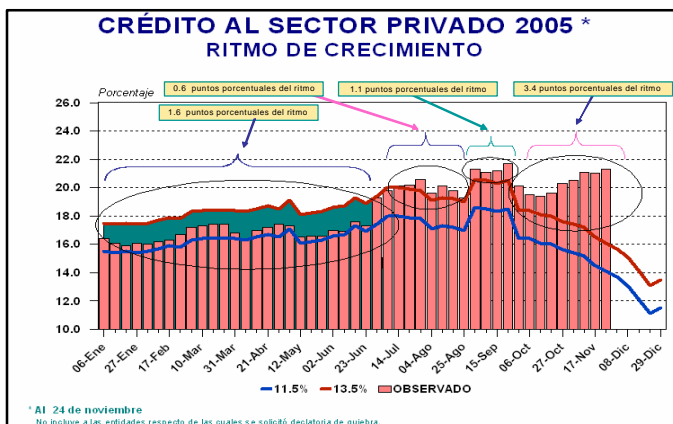
En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q34,917.2 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 21.4% (Q6,157.1 millones). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q11,776.3 millones, con un crecimiento interanual de 20.8% (Q2,026.4 millones).

Gráfica No.39



Cabe indicar que el aumento del crédito total al sector privado por encima del límite superior de su corredor estimado, empezó a evidenciarse en la segunda semana de julio de 2005, situación que se asocia, en parte, al efecto que se derivó de créditos que en forma extraordinaria otorgaron algunos bancos, cuyo peso relativo es importante en la intermediación financiera en el país. En particular, se observaron tres eventos: el primero el 30 de junio, el segundo el 27 de octubre y el tercero el 10 de noviembre, cuando se observaron aumentos extraordinarios en dicha variable por Q358.0 millones; Q557.8 millones; y, Q768.0, millones, respectivamente. En este sentido, al observar la naturaleza del crédito bancario al sector privado otorgado en las fechas indicadas, se tiene que los bancos concedieron financiamiento a los sectores de construcción, de comunicaciones y de comercio, lo que representó 5.1 puntos porcentuales del ritmo de crecimiento de dicha variable, por lo que descontando los mismos, a la última fecha el ritmo de crecimiento sería de 16.5%. En una perspectiva más amplia, cabe indicar que entre enero y junio el crédito evolucionó por debajo de límite superior del corredor en una magnitud de 1.6 puntos porcentuales, por lo que el aumento de dicha variable por encima del límite superior durante el período enero-noviembre es de 3.5 puntos porcentuales. Lo anterior, sugiere que debe dársele un seguimiento muy estrecho al comportamiento de dicha variable, a fin de evitar que se convierta en una fuente de desequilibrios macroeconómicos o de riesgos financieros.

Gráfica No. 40





Importancia del Crédito al Sector Privado

La mayoría de las actividades bancarias guardan relación con la asignación eficiente de los recursos, función que es primordial para el crecimiento económico. Al ser agentes fundamentales en la asignación de capital, los bancos estimulan el crecimiento económico. La literatura económica moderna sugiere que existe una correlación importante en el coeficiente que relaciona el crédito bancario al sector privado y el producto interno bruto per cápita. En ese sentido, los países con sectores bancarios pequeños tienen niveles más bajos de desarrollo económico; en consecuencia, la citada correlación es una señal inequívoca del vínculo entre desarrollo financiero y el económico.

En el ámbito teórico no está clara la dirección en que opera la causalidad del citado vínculo. En ese sentido, el desarrollo financiero puede dar lugar a un mayor desarrollo económico al mejorar la asignación del ahorro en la economía, pero, por su parte, el desarrollo económico, a través de la creación de instituciones eficientes y de la infraestructura necesaria puede fomentar el desarrollo financiero. No obstante lo anterior, estudios empíricos realizados por Levine y Zervos (1998)^a y Rajan y Zingales (1998)^b, demuestran que un desarrollo financiero inicial más alto da lugar a un mayor crecimiento del PIB, de donde se infiere que el desarrollo financiero realmente induce al crecimiento económico. En ese contexto, los bancos sólidos que proporcionan crédito de manera estable, revisten suma importancia para el desarrollo económico.

En los países en desarrollo, la proporción de crédito bancario como fuente de financiamiento empresarial reviste mayor importancia que en los países avanzados, donde el mercado de capitales está más desarrollado. En este sentido, cabe señalar que la experiencia internacional sugiere que un sector financiero basado en operaciones bursátiles debe apoyarse en un sector bancario maduro. De acuerdo con Rojas-Suárez y Weisbord (1994)^c existe una secuencia en el proceso de desarrollo de los mercados bancarios y de capital, dado que éste último se desarrolla una vez que esté plenamente establecido el primero.

FUENTE: DESENCADENAR EL CRÉDITO. Cómo ampliar y estabilizar la banca. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., año 2004.

a/ Levine, Ross y Sara Zervos. 1998, Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review 88(3): 537-558.

b/ Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales. 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review 88(3): 559-586.

c/ Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weisbord (1994). Financial Markets Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges, Documento de Trabajo No. 94/117 Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.

2. Cartera crediticia por actividad económica

Al 31 de octubre de 2005 (última información disponible), sin incluir a los bancos respecto de los cuales se solicitó declaratoria de quiebra, la cartera crediticia del sistema bancario aumentó en Q5,384.7 millones. Cabe indicar que el 89.7% de la cartera crediticia bancaria se concentra en los sectores de *consumo y transferencias; comercio; construcción; industria; y, agricultura.*

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica de enero a octubre de 2005 ésta se distribuyó de la manera siguiente:



SISTEMA BANCARIO^{1/}
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
EN LOS PERIODOS QUE SE INDICAN

- Millones de quetzales y en porcentajes -

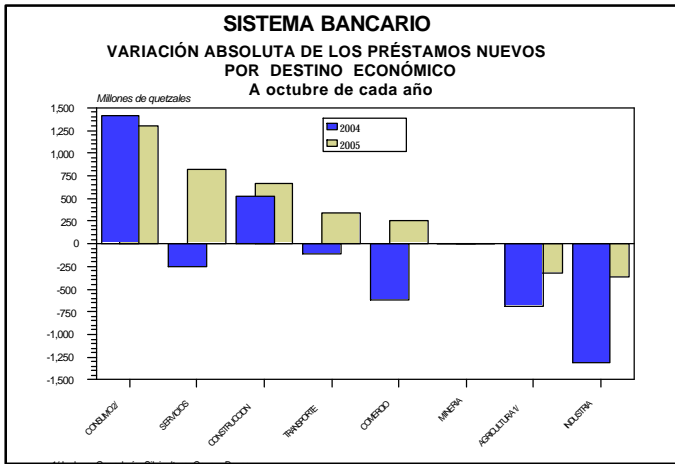
DESTINO	DICIEMBRE	OCTUBRE	VARIACIÓN ACUMULADA		ESTRUCTURA %	
	2004	2005	ABSOLUTA	RELATIVA (%)	DICIEMBRE	OCTUBRE
	(A)	(B)	B - A	B/A	2004	2005
Total	36,495.7	41,880.4	5,384.7	14.8	100.0	100.0
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,612.9	2,451.4	-161.5	-6.2	7.2	5.9
Explotación minas y canteras	7.8	15.5	7.7	98.7	0.0	0.0
Industria manufacturera	3,476.9	3,225.1	-251.8	-7.2	9.5	7.7
Electricidad, gas y agua	608.7	770.2	161.5	26.5	1.7	1.8
Construcción	2,749.2	4,086.3	1,337.1	48.6	7.5	9.8
Comercio	6,961.4	7,042.5	81.1	1.2	19.1	16.8
Transporte y almacenamiento	228.6	496.4	267.8	117.1	0.6	1.2
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	1,355.1	2,127.0	771.9	57.0	3.7	5.1
Servicios comunales, sociales y personales	946.6	937.9	-8.7	-0.9	2.6	2.2
Consumo, transferencias y otros	17,548.5	20,728.1	3,179.6	18.1	48.1	49.5
Consumo	9,314.8	11,216.8	1,902.0	20.4	25.5	26.8
Transferencias	7,008.5	8,373.6	1,365.1	19.5	19.2	20.0
Otros	1,225.2	1,137.7	-87.5	-7.1	3.4	2.7

1/ No incluye bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

Es importante comentar que el crecimiento acumulado que se observó durante el período diciembre 2004-octubre 2005, es el más alto observado en los últimos años, lo cual en buena parte obedece al dinamismo observado por el financiamiento otorgado al *sector consumo* y al *sector construcción*. En efecto, en el referido período el crédito al *consumo* creció en 20.4%, el destinado a las *transferencias* en 19.5% y el rubro *otros* disminuyó en 7.1 %, lo que significó que el rubro de *consumo, transferencias* y *otros* creciera a una tasa de 18.1%. Por otra parte, el crédito al sector *construcción* creció en 48.6%. Dentro del financiamiento de este último sector, destaca el crédito otorgado a la *vivienda*, el cual representó alrededor del 63% del total del crédito otorgado al sector *construcción*. Adicionalmente, es importante comentar que la tasa de interés que se aplicó al sector *construcción*, a octubre de 2005, se situó en torno al 13.6%, tasa similar a la tasa activa, promedio ponderado, aplicada por el sistema bancario (12.7%).

3. Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Gráfica No. 41

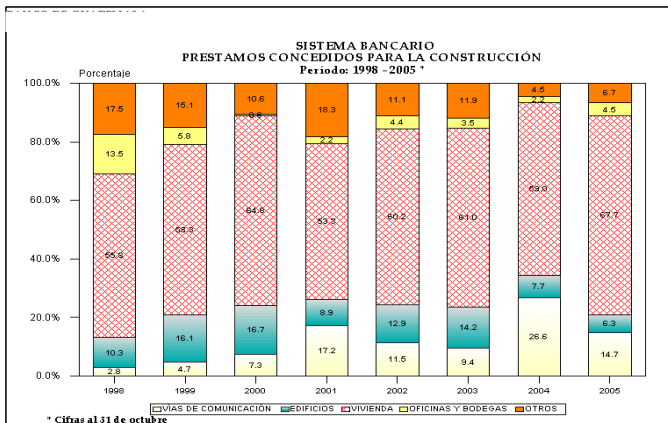


Al 31 de octubre de 2005 (última información disponible), el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones ascendió a Q24,453.6 millones, monto superior en Q2,692.9 millones (12.4%) al registrado en igual período del año anterior.

El aumento de los préstamos nuevos refleja, por una parte, el incremento del financiamiento canalizado al consumo (Q1,305.0 millones); a los servicios (Q820.4 millones); a la construcción (Q665.8 millones); al transporte (Q336.8 millones); al comercio (Q253.5 millones); y, a la minería (Q370.4 millones); así como a la reducción que registró el financiamiento canalizado a la industria (Q370.4 millones); y a la agricultura (Q321.3 millones).

Como se observa en la gráfica, es importante reiterar que durante los dos últimos años, el crédito al consumo y a la construcción fueron los sectores más dinámicos en la actividad crediticia del país.

Gráfica No. 42

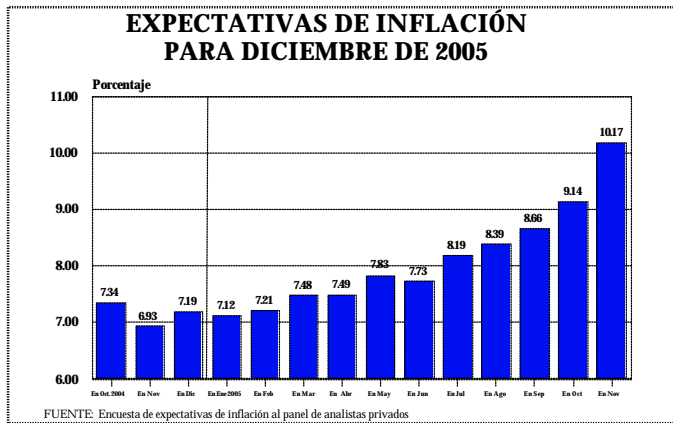


Dado el importante crecimiento que ha mostrado el financiamiento al sector construcción, conviene destacar en forma desagregada la integración de los préstamos concedidos a dicho sector. Como se observa en la gráfica, dentro del financiamiento a la construcción, los recursos mayoritariamente han sido asignados al subsector vivienda, el que representa en promedio, durante el período 1998-2005, un 60% del total de préstamos nuevos; le siguen en su orden de importancia, el financiamiento canalizado a vías de comunicación con 11.8% y financiamiento para edificios con 11.6%.

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

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

Gráfica No. 43



comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en ese período.

De acuerdo con la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados (EEI)²², realizada en noviembre de 2005, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 10.17%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 (4.0% - 6.0%). Es importante destacar que las expectativas de inflación han ido en aumento asociadas al alza del precio internacional del petróleo y, en noviembre, al aumento de precios provocado por la tormenta tropical *Stan*.

Gráfica No. 44



Por su parte, los analistas privados estiman que la inflación para diciembre 2006 se ubicará en 8.70%.

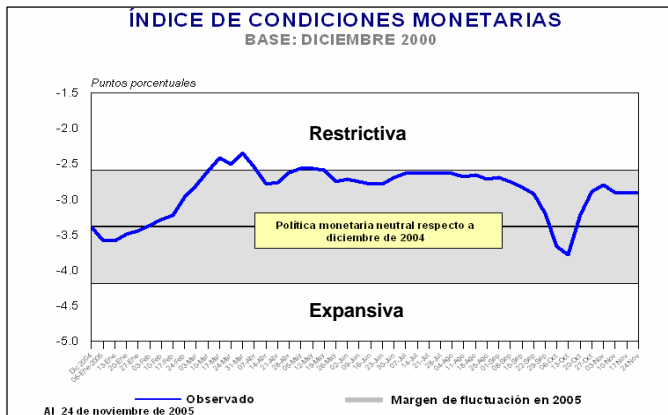
G. ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias -ICM- es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio respecto a un año base predeterminado. La interpretación del ICM se basa en el concepto de que la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés puede indicar si la política monetaria ha sido más o menos restrictiva. En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, para el seguimiento de dicho indicador se estableció un corredor cuyo punto central es el valor del ICM para 2000 (año base) y sus valores superior e inferior se ubicarían en (+/-) 0.8 puntos porcentuales²³ respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del referido corredor se interpreta como la presencia de una política monetaria restrictiva; en tanto que un valor inferior al del corredor se interpreta como la presencia de una política monetaria expansiva.

²² Encuesta mensual dirigida a analistas privados nacionales e internacionales, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, que permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.

²³ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del Índice de Condiciones Monetarias (ICM) registrada en promedio durante los años 2003 y 2004.

Gráfica No. 45



Al observar el ICM entre el 31 de diciembre de 2004 y el 31 de marzo de 2005, se tiene un comportamiento ascendente, debido a que la apreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por una disminución en la tasa de interés, lo que indujo a que dicho índice durante algunas semanas se ubicara por encima del corredor estimado; sin embargo, este comportamiento se revirtió a partir de abril de 2005, como consecuencia de una menor apreciación del tipo de cambio nominal, por lo que al 24 de noviembre de 2005 el ICM se ubicó dentro del margen de tolerancia establecido, lo que permite inferir que la política monetaria en la mayor parte del período fue neutral.

III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial en 2005

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)²⁴, luego de la desaceleración temporal en 2004, la economía mundial recuperó el ritmo de crecimiento en el primer trimestre del presente año y se estima que para 2005 el crecimiento global se situará en 4.3%. Es importante indicar que la mayor contribución al desempeño del Producto Interno Bruto -PIB- provino del sector de servicios, que compensó el lento crecimiento observado en los sectores manufacturero y comercial. Por otro lado, en el segundo trimestre, derivado del alza en los precios del petróleo, surgieron señales negativas que ocasionaron la caída de algunos indicadores importantes y el debilitamiento de la confianza de inversionistas y comerciantes en la mayoría de los principales países. A pesar de lo anterior, tanto el sector manufacturero como el comercial comenzaron a fortalecerse y los principales indicadores muestran una mejoría; sin embargo, el alza continua de los precios del petróleo y los efectos catastróficos del huracán *Katrina* podrían afectar a ambos sectores. Cabe indicar que la expansión económica durante 2005 sigue dominada por el crecimiento en los Estados Unidos de América y en la República Popular China, donde el desempeño de la actividad económica ha superado las expectativas.

²⁴ IMF World Economic Outlook, September 2005.



Dentro del análisis regional de la economía mundial, el Producto Interno Bruto de los Estados Unidos de América muestra un crecimiento moderado que, sin embargo, se pronostica como el más alto del G-7, con una tasa de 3.5%, apoyado por el sólido incremento de la productividad y por las mejoras constantes de las condiciones en el mercado laboral. No obstante, la perspectiva a corto plazo ha sido empañada por las pérdidas causadas por el huracán *Katrina*, que apunta a ser el desastre natural más costoso en los últimos años. Por otro lado, se estima que el déficit en cuenta corriente alcanzará 6.1% del PIB, nivel superior en 0.3% al proyectado en abril de este mismo año.

En el área del euro, a pesar de que los datos observados son consistentes con la recuperación de la actividad económica en el segundo semestre de 2005, el pronóstico de crecimiento del PIB muestra una tendencia hacia la baja (1.2%). Este nivel está influenciado por aspectos políticos, como el rechazo de la constitución de la Unión Europea (UE) por parte de Francia y de los Países Bajos, así como por el desacuerdo en el presupuesto de la UE, lo que ha tenido hasta ahora un efecto negativo sobre la confianza en el mercado financiero. Además, continúa la existencia de riesgos que influyen la caída del crecimiento, dado la débil demanda y la poca resistencia doméstica ante choques externos. El desempeño económico en el área del euro sigue siendo muy diverso, la demanda doméstica en España y Francia ha sido relativamente fuerte, mientras que la disminución de las exportaciones netas ha reducido el crecimiento. Por otro lado, la demanda doméstica en Italia y Alemania ha sido considerablemente más débil; sin embargo, el producto de Alemania ha sido impulsado por sus fuertes exportaciones netas.

La economía de Japón mostró un repunte en su actividad económica durante el primer trimestre de 2005, el cual, según los datos recientemente observados, continúa de forma moderada en los últimos meses del año, por lo que según pronósticos del FMI, se espera que el crecimiento del PIB sea de 2.0% en 2005.

Aunque las expectativas de crecimiento en las economías emergentes y países en desarrollo se mantienen invariables en 6.4% para 2005, éstas registran cambios sustanciales entre regiones y países. En economías emergentes de Asia, la República



Popular China espera exceder las expectativas con un crecimiento cercano al 9.0%. Por su parte, India presenta datos de un crecimiento robusto con una continua expansión en servicios, incluyendo información tecnológica y una acelerada producción industrial, por lo que el crecimiento de la economía se espera sea de 7.1% en 2005. Por otro lado, en la mayoría del resto de países la actividad económica ha disminuido, afectada, principalmente, por el alza en los precios del petróleo.

Por su parte, en los países del Hemisferio Occidental²⁵, el crecimiento del PIB, después de un fuerte repunte, ha decaído y se estima que para 2005 será de 4.1% (5.6% en 2004). La desaceleración del crecimiento se presenta particularmente en Brasil, como resultado del ajuste monetario para contener la inflación, lo que pronostica que la tasa de crecimiento del PIB pase de 4.9% en 2004 a 3.3% en 2005. Por otro lado, el crecimiento económico en Argentina ha perdido el impulso fuerte del año pasado cuando fue de 9.0%, pero aún se mantiene robusto, ya que se pronostica que será de 7.5% en 2005. En México, el crecimiento se comportó diferente de lo esperado durante el primer semestre de 2005 y el pronóstico de crecimiento es 3.0%, reflejando la baja en la producción industrial de los Estados Unidos de América y en las exportaciones de automóviles, además del debilitamiento de la producción agrícola.

Según el FMI, en Centroamérica el ritmo de crecimiento del PIB se ha reducido, principalmente, por una menor demanda de los Estados Unidos de América. El pronóstico de crecimiento en 2005 se mantiene en 3.2% y se considera que la ratificación del Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica-República Dominicana y Estados Unidos de América (CAFTA-RD, por sus siglas en inglés), será un impulso para el crecimiento en el próximo año. Por otro lado, debido a los desastres naturales que azotaron la región, se prevé pérdidas económicas en varios sectores, principalmente en el agrícola.

En cuanto a los países de Oriente Medio, el incremento en la producción y en los precios del

²⁵ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los países siguientes: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Antillas Holandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



petróleo continúa apoyando el crecimiento del PIB, respaldado por la notable mejora en las posiciones de cuenta corriente y fiscal. Esto se refleja en el pronóstico de crecimiento del FMI de 5.4% para el presente año en esa región.

En la Comunidad de Estados Independientes, en términos generales, el consumo ha tenido un firme avance, beneficiándose de la evolución favorable del mercado de productos básicos, de los fuertes aumentos salariales y de la rápida expansión de la oferta de dinero y del crédito. Sin embargo, tras una desaceleración notable en 2004, el crecimiento del PIB real continuó disminuyendo en 2005, pasando de 8.4% en 2004 a una estimación de 6.0% para 2005.

Para la región africana del Sub-Sahara, el FMI pronosticó un crecimiento del producto de 4.8% para 2005, 0.4% menos que lo estimado en abril. Lo anterior refleja, en parte, la caída abrupta en la producción petrolera de Nigeria.

Por otro lado, se pronostica una desaceleración del comercio mundial de bienes y servicios en 2005, ya que se estima que éste crecerá 7.0%, mientras que en 2004 creció 10.3%. Según el FMI, para fortalecer los flujos de comercio la comunidad internacional debe realizar una liberalización comercial en el marco de la Ronda de Doha, especialmente en el sector agrícola.

Los precios de petróleo se han mantenido al alza y a finales de octubre el barril se cotizó en US\$62.00²⁶, mientras que los precios a futuro se han movido a la par de los precios de entrega inmediata, creando más incertidumbre sobre la estabilidad del mercado en el largo plazo, aumentando levemente el ritmo inflacionario mundial.

En la mayoría de países industrializados la inflación subyacente aparece contenida así como las expectativas inflacionarias; sin embargo, en gran parte de los mercados emergentes las presiones inflacionarias se han incrementado en 2005.

Las condiciones en los mercados financieros siguen siendo benignas, ya que las tasas de interés de largo plazo continúan bajas en todo el mundo. Los mercados accionarios se han mantenido estables,

²⁶ Precio de entrega inmediata de West Texas Intermediate.



apoyados por las fuertes utilidades y los sólidos estados financieros de las corporaciones. Por otro lado, los mercados financieros emergentes son cada vez más favorables y reflejan la mejora económica y el incremento de inversiones a largo plazo.

Por último, cabe indicar que el fuerte y positivo crecimiento mundial del primer trimestre de 2005 se vio compensado por el débil crecimiento del segundo trimestre, en parte reflejado por el impacto adverso del alza en los precios del petróleo; sin embargo, se espera que la expansión económica se eleve en la segunda mitad del año, sostenida por las políticas macroeconómicas y las condiciones favorables de los mercados financieros, en especial por las bajas tasas de interés de largo plazo y por los sólidos estados financieros corporativos.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
EXPECTATIVAS PARA 2005
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONOMICO	2004***	2005**	2005***
Economía mundial	5.1	4.3	4.3
Economías avanzadas	3.3	2.6	2.5
Estados Unidos de América	4.2	3.6	3.5
Área del euro	2.0	1.6	1.2
Japón	2.7	0.8	2.0
Economías emergentes de Asia*	8.2	7.4	7.8
República Popular China	9.5	8.5	9.0
Mercados emergentes y países en desarrollo	7.3	6.3	6.4
África	5.3	5.0	4.5
Medio Oriente	5.5	5.0	5.4
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.6	4.1	4.1
Argentina	9.0	6.0	7.5
Brasil	4.9	3.7	3.3
Chile	6.1	6.1	5.9
México	4.4	3.7	3.0
Venezuela	17.9	4.6	7.8
Europa Central y del Este	6.5	4.5	4.3
Comunidad de Estados Independientes	8.4	6.5	6.0
Volumen de Comercio	10.3	5.4	7.0
INFLACIÓN			
Economías avanzadas	2.0	2.0	2.2
Estados Unidos de América	2.7	2.7	3.1
Área del euro	2.1	1.9	2.1
Japón	0.0	-0.2	-0.4
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.5	6.0	6.3
Economías emergentes de Asia*	4.0	3.7	3.9
República Popular China	3.9	3.0	3.0
Países de la Comunidad de Estados Independientes	10.3	11.4	12.6

* Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

**Fuente:International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, April 2005.

***Fuente:International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, September 2005.

2. Balanza de pagos estimada a diciembre de 2005

a) Cuenta corriente

Para 2005 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos de Guatemala muestre un saldo deficitario de US\$1,302.6 millones, lo que implicaría un déficit como proporción del PIB de 4.1%, menor al registrado en 2004 (4.4%). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$1,552.6 millones, por lo que se estima una ganancia de reservas monetarias internacionales por US\$250.0 millones.



El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$5,460.3 millones y de los superávit, tanto de la balanza de servicios, de US\$665.4 millones, como de las transferencias corrientes netas, de US\$3,492.3 millones.

El saldo de la balanza comercial, con relación a diciembre de 2004, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$432.1 millones (14.7%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$1,019.5 millones (13.1%).

El valor FOB de las exportaciones sería de US\$3,370.8 millones, mayor en 14.7% al registrado en 2004. En dicho resultado sería determinante el valor de las exportaciones de café, el cual se ubicaría en US\$467.3 millones, superior en US\$141.6 millones (43.5%) al de 2004, lo cual se explicaría tanto por el aumento en el precio medio como en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentaría de US\$75.69 en 2004 a US\$105.56 en 2005, mientras que el volumen exportado en quintales aumentaría, al pasar de 4,303.1 miles en 2004 a 4,426.8 miles en 2005.

El incremento en el precio internacional del grano se explica, según la Organización Internacional del Café -OIC-, por un déficit de la oferta mundial del grano originado por la baja en la producción mundial de café, especialmente de Brasil y de Vietnam. En efecto, el mal clima en Brasil, afectó la producción por las bajas temperaturas y el exceso de precipitación pluvial en los principales estados productores del grano, mientras que en Vietnam una sequía afectó las plantaciones de café. Dicho comportamiento se reflejó en los inventarios de café que en la Bolsa de Valores de Nueva York han registrado los niveles más bajos desde julio de 2003.

El valor de las exportaciones de azúcar en 2005 se esperaría que alcance US\$205.6 millones, mayor en US\$14.5 millones (7.6%) al registrado en 2004, situación que se explicaría, principalmente, por el incremento de US\$0.85 (11.4%) en el precio medio de exportación, ya que el volumen exportado disminuiría 3.4% con relación del año anterior. En efecto, el precio medio de exportación por quintal se incrementaría de



US\$7.43 en 2004 a US\$8.28 en 2005, en tanto que el volumen exportado, en quintales, disminuiría al pasar de 25,713.9 miles en 2004 a 24,833.2 miles en 2005. El incremento en el precio mundial del edulcorante obedece, principalmente, a que Brasil ha reducido su oferta, ya que parte de su cosecha la ha destinado a la producción de Etanol, lo que es consecuencia del alza en el precio internacional del petróleo.

El valor de las exportaciones de banano en 2005 sería de US\$237.1 millones, mayor en US\$3.6 millones (1.5%) al registrado el año anterior, lo cual se explica por el aumento de 1,679.6 miles de quintales (8.1%) en el volumen exportado, ya que el precio medio de exportación por quintal, disminuiría, al pasar de US\$11.23 en 2004 a US\$10.55 en 2005. El incremento en el volumen exportado se explica, fundamentalmente, porque la producción en las nuevas áreas de siembra en la costa del pacífico alcanzó su punto máximo de rendimiento.

En cuanto al cardamomo, el valor de las exportaciones en 2005 se proyecta en US\$70.9 millones, inferior en US\$2.9 millones (3.9%) al registrado en 2004. Este resultado se explicaría, en parte por la disminución en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$118.84 en 2004 a US\$94.79 en 2005, aunque el volumen exportado en quintales aumentaría de 621.0 miles en 2004 a 748.0 miles en 2005. El comportamiento en el precio internacional del cardamomo obedece, principalmente, a la acumulación de inventarios de este producto en países del Medio Oriente.

Por su parte, el valor de las exportaciones de petróleo sería de US\$226.4 millones, superior en US\$47.0 millones (26.2%) al registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el aumento en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$26.52 en 2004 a US\$35.98 en 2005, ya que el volumen exportado para 2005 disminuiría en 473.4 miles de barriles (7.0%). El incremento en el precio internacional del petróleo se originó por el déficit mundial del crudo derivado del aumento en la demanda del petróleo en las grandes economías en expansión, principalmente en la de los Estados Unidos de América, así como en la de la República Popular China; y, por la inelasticidad de la oferta mundial respecto del precio, que coincidió con la inhabilitación de las plataformas



petroleras del Golfo de México, debido a los efectos provocados por los huracanes *Katrina* y *Rita*. En lo que respecta al volumen exportado, éste se vio influenciado por la merma en la producción nacional, como consecuencia de menores rendimientos en los pozos petroleros.

El valor de las exportaciones de otros productos sería de US\$2,163.5 millones, superior en US\$228.3 millones (11.8%) al registrado en 2004. Este resultado obedecería al aumento previsto de las exportaciones, tanto a Centroamérica como al resto del mundo, las cuales aumentarían en 11.9% y 11.6%, respectivamente. Lo anterior se atribuye a la mayor demanda, asociada a la recuperación de la actividad económica mundial.

El valor CIF de las importaciones en 2005 sería de US\$8,831.1 millones, mayor en US\$1,019.5 millones (13.1%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de combustibles y lubricantes (43.9%)²⁷; materiales de construcción (21.9%); maquinaria, equipo y herramienta (9.7%); bienes de consumo (8.1%); y, materias primas y productos intermedios (6.1%). Cabe destacar que el considerable incremento en las importaciones de combustibles y lubricantes es consecuencia del alza en el precio del petróleo y sus derivados.

Por otro lado, la balanza de servicios en 2005 registraría un saldo superavitario de US\$665.4 millones, inferior en US\$13.5 millones (2.0%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$1,033.7 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$368.3 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería al mayor ingreso por concepto de turismo y viajes. Por su parte, el déficit de los servicios factoriales se explicaría, principalmente, por el incremento en el servicio de la deuda externa del sector público no financiero.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$3,492.3 millones, derivado, principalmente, del continuo

²⁷ El incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados fue en promedio de 36.0%. Cabe indicar que si el precio de estos productos no hubiera registrado alzas importantes en 2005, el déficit en cuenta corriente con relación al producto interno bruto, hubiera sido menor en alrededor de un punto porcentual.



crecimiento del ingreso neto de remesas familiares, el cual se estima alcanzaría un monto de alrededor de US\$2,940.0 millones.

b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría en diciembre de 2005 un saldo superavitario de US\$1,552.6 millones, menor en US\$244.4 millones al registrado el año anterior.

El saldo de la cuenta de capital y financiera sería el resultado de los saldos superavitorios de las transferencias de capital y de la cuenta de capital privado, así como el déficit registrado en la cuenta de capital oficial y bancario. En efecto, las transferencias de capital registrarían en 2005 un saldo superavitario de US\$139.1 millones, mayor en US\$3.8 millones (2.8%) al registrado el año anterior.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo deficitario de US\$61.7 millones en 2005, contrario al superávit de US\$249.3 millones registrado en 2004. Dicho resultado se explicaría, por el lado de los ingresos, por los desembolsos de préstamos al sector público no financiero por US\$165.0 millones; y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del sector público no financiero por US\$197.0 millones; por el pago de la deuda externa del Banco de Guatemala por US\$0.8 millones; y, por la amortización neta de bonos con no residentes por US\$28.9 millones.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superavitario de US\$1,475.2 millones, mayor en US\$62.8 millones (4.4%) al registrado en 2004. Dicho superávit se explicaría por el ingreso en concepto de inversión extranjera directa por US\$197.8 millones; por el ingreso neto de capital de mediano y largo plazos por US\$591.8 millones; y, por el ingreso neto de capital de corto plazo por US\$685.6 millones.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, se estima para 2005 un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de US\$250.0 millones.



BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2004 - 2005
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2004 ^{b/}	2005 ^{e/f}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,188.3	-1,302.6	-114.3	9.6
A. BALANZA COMERCIAL	-4,872.9	-5,460.3	-587.4	12.1
1.Exportaciones FOB	2,938.7	3,370.8	432.1	14.7
Principales Productos	1,003.5	1,207.3	203.8	20.3
Otros Productos	1,935.2	2,163.5	228.3	11.8
2.Importaciones CIF	7,811.6	8,831.1	1,019.5	13.1
B. SERVICIOS	678.9	665.4	-13.5	-2.0
1. Factoriales, Neto	-356.5	-368.3	-11.8	3.3
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,035.4	1,033.7	-1.7	-0.2
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	3,005.7	3,492.3	486.6	16.2
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,797.0	1,552.6	-244.4	-13.6
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	135.3	139.1	3.8	2.8
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	249.3 ^{a/}	-61.7	-311.0	-124.7
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	1,412.4	1,475.2	62.8	4.4
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	608.7	250.0		
Reservas Netas (- aumento)	-608.7	-250.0		

^{1/} Incluye Maquila por US\$490.8 millones para 2004 y US\$485.0 millones para 2005

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{a/} Incluye US\$330.0 millones de ingresos por colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional

^{b/} Preliminares

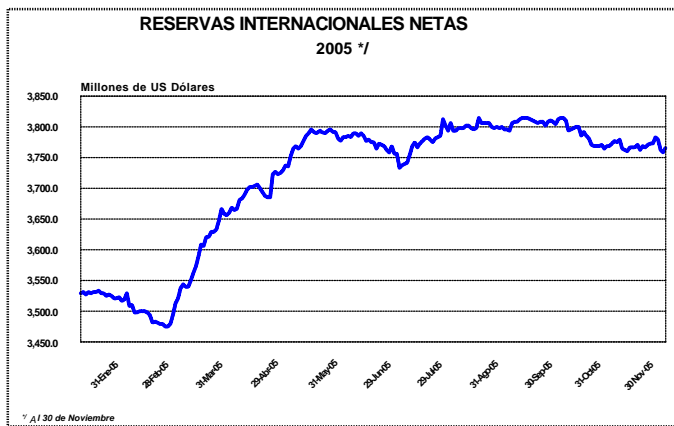
^{e/} Estimado de cierre

Saldo Cuenta Corriente / PIB -4.4% para 2004 y -4.1% para 2005

3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de noviembre de 2005, las reservas internacionales netas -RIN- se situaron en US\$3,766.4 millones, lo que significa un aumento de US\$238.4 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2004. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$567.8 millones, egresos de divisas por US\$462.5 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$133.1 millones. En lo que concierne a los ingresos, éstos se integran por las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- por US\$466.6 millones y por los

Gráfica No. 46



desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$101.2 millones. Con relación a los egresos, estos se originaron, principalmente, por el pago del servicio de la deuda pública externa por US\$269.0 millones, de los cuales US\$268.4 millones corresponden al Sector Público no Financiero y US\$0.6 millones al Banco de Guatemala; y, por el pago de capital e intereses de los bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$193.5 millones. En lo que corresponde al movimiento de otras operaciones netas, destaca el ingreso por concepto de los intereses percibidos sobre inversiones de las RIN por US\$71.6 millones, de regalías por explotación de petróleo por US\$69.4 millones, del incremento del saldo de las cuentas de encaje bancario en moneda extranjera por US\$22.7 millones y otros egresos netos por US\$30.6 millones.

B. SECTOR REAL: LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2005

1. Aspectos generales

La desaceleración que el ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional manifestó desde 1999 se revirtió en 2004, tendencia que continuó en 2005, año para el que se estima que el Producto Interno Bruto -PIB- en términos reales crezca 3.2% (2.7% en 2004). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento, aunque positiva, continúa siendo inferior a la tasa promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%), pero superior por segundo año consecutivo a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)²⁸. Dicho comportamiento se fundamenta, en el orden externo, en el crecimiento favorable que se prevé tanto para la economía de los Estados Unidos de América, la cual crecerá por encima de la tasa de crecimiento promedio que se prevé para las economías avanzadas (2.5%), como para la del resto de los principales países socios comerciales de Guatemala²⁹; y, en el orden interno, en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de una política monetaria prudente, fuertemente apoyada por una política fiscal disciplinada, así como en el efecto inapreciable que tuvo la tormenta tropical *Stan* en el flujo de producción del país, que se computó según la metodología de cuentas nacionales.

²⁸ Estimación realizada por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, con base en el Censo de Población 2002.

²⁹ Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional -FMI-, en 2005 la economía de los Estados Unidos de América crecerá 3.5%; la de México 3.0%; la de El Salvador 2.0%; la de Honduras 4.2%; la de Costa Rica 3.2%; y, la de Nicaragua 3.5%, entre otros.

ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS EN EL PIB PARA 2005 CAUSADOS POR LA TORMENTA TROPICAL STAN

a. Principales aspectos metodológicos:

Según el *Manual para la Estimación de los Efectos Socioeconómicos de los Desastres Naturales* elaborado por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe -CEPAL-, la evaluación de un desastre natural debe iniciarse con un proceso exhaustivo de recopilación de información cuantitativa y de diversos antecedentes que permitan, por una parte, apreciar las condiciones preexistentes antes del desastre y, por la otra, el alcance y la magnitud de los daños y efectos secundarios del mismo. Para el efecto, el análisis debe basarse en fuentes de información tales como: informantes estratégicos, prensa escrita, cartografía, misiones de reconocimiento, encuestas, datos secundarios, comunicación interpersonal a distancia, fotografía aérea e imágenes por sensores remotos.

De acuerdo con dicho manual, es necesario cuantificar por sectores los daños y las pérdidas. En cuanto a los daños, éstos se definen como los ocasionados por el desastre en el acervo de capital público y privado del país, la destrucción parcial o total de capital en los distintos sectores económicos, sociales y la infraestructura, así como sobre el medio ambiente. En relación a las pérdidas, éstas se definen como la alteración en los flujos que generan producción e ingreso, incluyendo los mayores gastos y costos de diverso tipo, ocasionados por la destrucción.

b. Efectos socioeconómicos de la tormenta tropical Stan^a

La información del diagnóstico elaborado por la CEPAL señala que el efecto del fenómeno en la economía del país será mínimo, toda vez que la producción agrícola de subsistencia, según dicho diagnóstico, fue la mayormente afectada; sin embargo, destaca el informe que la tormenta sí tuvo un potencial negativo al alterar las condiciones de vida de importantes sectores de la población guatemalteca, por cuanto que los efectos impactaron en los grupos poblacionales, productivos y étnicos más vulnerables.

En el informe de la CEPAL se estima que los costos ascienden a Q7,418.0 millones, de los cuales Q3,160.0 millones corresponden a daños y Q4,259.0 millones a pérdidas.

Según el informe, del total de pérdidas y daños, alrededor de 15.1% (Q1,131.3 millones) correspondieron al sector social que incluye vivienda, educación y salud; el 27.3% (Q2,042.3 millones) a los sectores agropecuario, industria, comercio y turismo; el 45.4% (Q3,396.3 millones) a infraestructura, que comprende agua y saneamiento, electricidad y transporte; el 4.1% (Q308.0 millones) a medio ambiente; y, el 8.0% (Q594.8 millones) a gastos de emergencia.

c. Pérdidas en la infraestructura nacional

De acuerdo con el manual en referencia, las pérdidas en los acervos, computados como daños directos, no se reflejarán en la inversión bruta del año, ya que se trata de la destrucción de activos preexistentes. A medida que se lleve a cabo el proceso de restauración de activos y dependiendo de las disponibilidades de recursos y de la capacidad de construcción del país, habrá de elevarse la inversión bruta del año siguiente. En ese sentido, los daños causados a la infraestructura del país no afectarán las estimaciones del PIB para 2005, debido a que éste incorpora variables de flujo, mientras que la infraestructura física, por ser un conjunto de bienes producidos en un período anterior, forman parte del acervo de capital; sin embargo, para 2006 los procesos de reconstrucción se estarían incorporando a las actividades económicas correspondientes, en el momento de su realización.

d. El efecto de la tormenta tropical *Stan* en los sectores productivos

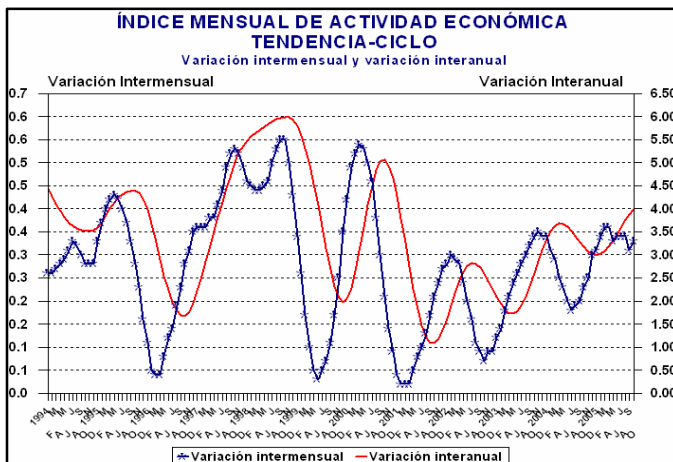
Según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación -MAGA-, la producción afectada se focaliza en mayor grado en fincas pequeñas, principalmente de subsistencia, así como en actividades pecuarias de traspatio, cuyo aporte es poco significativo en la producción total. Dichas actividades se asocian, principalmente, con la producción de maíz (blanco y amarillo), de frijol, de algunas hortalizas (tomate, cebolla, papa, chile pimiento), de algunas plantaciones de frutas (sandía, papaya, piña) y, en número reducido, la producción de ganado bovino y de aves de corral y, en cuanto a los productos de exportación, el ajonjolí.

Por su parte, de acuerdo con la información disponible, en los cultivos permanentes no se registraron pérdidas significativas. Es importante señalar que las principales producciones agrícolas como la del café, caña de azúcar y cardamomo, han mantenido un proceso normal de producción en el transcurso del año.

^a Notas Sobre los Efectos de *Stan* en Guatemala. R. Zapata Marti. Punto Focal de Evaluación de Desastres, CEPAL. 7 noviembre de 2005. www.segeplan.gob.gt/stan/docs/NOTAS_PRELIMINARES_IMPACTO_STAN_GUATEMALA.DOC

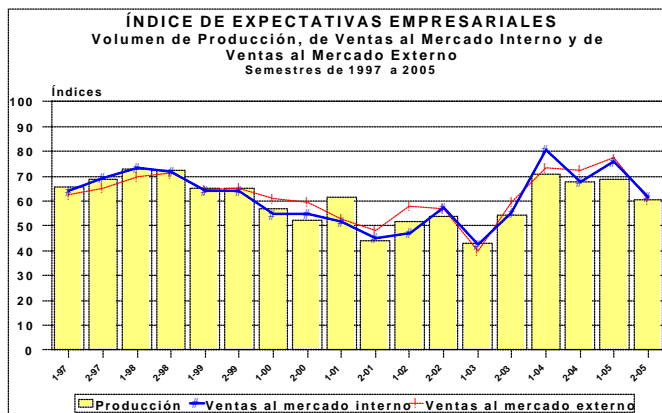
Cabe agregar que si bien el precio internacional del petróleo por segundo año se constituyó en un factor adverso a la actividad productiva nacional, el impulso que continúa mostrando la economía mundial, sustentado fundamentalmente en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, da soporte al crecimiento esperado de la economía guatemalteca. En este sentido, lo que se observa es que si bien el aumento del precio internacional del petróleo se ha trasladado al nivel general de precios, todavía no ha mermado el impulso de la actividad económica nacional.

Gráfica No. 47



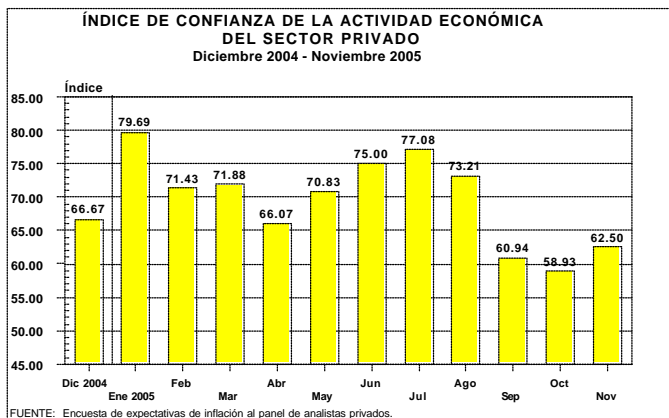
En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, después de registrar una desaceleración entre mayo de 2004 y enero de 2005, a partir de febrero empezó a mostrar un comportamiento creciente.

Gráfica No. 48



Por su parte, de acuerdo con los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial³⁰ llevadas a cabo en los bimestres marzo-abril y agosto-septiembre de 2005, el Índice de Expectativas Empresariales de Producción³¹, muestra una disminución al pasar de 68.9 en el primer semestre de 2005 a 60.5 en el segundo semestre del año. Asimismo, de conformidad con la referida encuesta, se observa un comportamiento similar en los índices de expectativas empresariales de ventas, tanto en el mercado interno como en el externo.

Gráfica No. 49



De acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados³², las expectativas de reactivación económica durante los primeros ocho meses de 2005 se mantuvieron por encima de lo registrado en diciembre de 2004. En contraste, en los meses posteriores, de septiembre a noviembre el referido índice se situó levemente por debajo del nivel observado en diciembre del año previo, aunque se observa que en el mes de noviembre empezó a recuperarse.

³⁰ Encuesta semestral a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 400 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

³¹ Construido sobre la base del porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción aumentará, menos el porcentaje de respuesta de los empresarios que indican que su producción disminuirá. En la primera encuesta de 2005 estos porcentajes fueron de 49.7% y 11.9%, en el mismo orden; en tanto que en la segunda encuesta fueron de 38.4% y 17.5%, respectivamente.

³² El Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados tiene el propósito de medir la percepción de los analistas económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas del panel de expertos económicos nacionales e internacionales, son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación -EEI-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su sitio de Internet.

Gráfica No. 50



Otro indicador que se obtiene de la opinión del panel de analistas privados es el relativo a la estimación de crecimiento del PIB. Al respecto, dichos analistas prevén que la actividad económica nacional aumentará su ritmo de crecimiento. En efecto, de acuerdo con los resultados de la EEI³³ el PIB crecería a una tasa de 3.0% (2.8% en noviembre de 2004). Cabe hacer notar que dicha previsión ha venido en aumento en los últimos tres meses.

2. Producto interno bruto por el origen de la producción

Por el lado del origen de la producción, para 2005, con excepción del sector de *explotación de minas y canteras* (que registrará una tasa de crecimiento negativa, aunque menor que la del año pasado), se prevé un comportamiento positivo para los sectores productivos, estimándose que los sectores *industria manufacturera; construcción; y, administración pública y defensa*, registren tasas de crecimiento más dinámicas que las observadas el año anterior.

En cuanto a la producción del sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.7% en el PIB), según estimaciones proporcionadas por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas, se estima que ésta experimente un menor dinamismo con relación al año anterior, al mostrar una tasa de crecimiento de 2.4%, inferior a la de 3.7% registrada en 2004. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por tasas de crecimiento menos dinámicas que las del año previo en los componentes de la producción del subsector agrícola, particularmente en el caso de los productos de exportación y los productos de consumo industrial. En efecto, en el caso de estos productos se prevé una desaceleración en la producción de caña de azúcar y de cardamomo, así como un estancamiento en la producción de café, lo cual será contrarrestado, en parte, por el incremento en la producción de banano. En cuanto a los productos de consumo interno, se espera que éstos tengan un comportamiento positivo, con excepción del maíz, cuya

³³ Es importante destacar que la EEI de octubre se realizó después del paso de la tormenta tropical *Stan*.



producción se vio afectada por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*.

Es importante señalar que de acuerdo con información proporcionada por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación -MAGA-, los principales productos agrícolas de exportación como el café, caña de azúcar y banano han mantenido un proceso de producción normal en el transcurso del año, ya que los efectos de las secuelas de la tormenta tropical *Stan* sobre la producción de dichas plantaciones resultan marginales (0.13%, 0.24% y 0.16%, en el mismo orden, respecto de las cifras de producción estimadas para dichos productos en 2005).

En el caso de la producción de café, con base en información proporcionada por la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se prevé una producción de 4,500.0 miles de quintales en 2005, igual a la registrada el año anterior, comportamiento que se explica, principalmente, en el orden externo, por la sobre oferta de este producto a nivel mundial y por los bajos precios en el mercado internacional; y, en el orden interno, porque la aplicación de labores culturales no varió.

La producción de cardamomo, por su parte, se espera que para 2005 crezca 3.7% (27.5% en 2004). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el menor dinamismo estimado se explica por la reducción en el precio internacional del aromático, lo que se ve reflejado en el precio medio de exportación, que pasa de US\$118.84 por quintal en 2004 a US\$94.79 por quintal en 2005, debido a la acumulación de inventarios de dicho producto en los países del Medio Oriente.

En el caso de la producción de banano, de acuerdo con apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A., -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A., -COBIGUA-, se estima que para el presente año se podría alcanzar una producción de alrededor de 24.1 millones de quintales, registrando un crecimiento de 8.8% con respecto al año anterior (6.5%). El mayor dinamismo esperado se explica porque las nuevas plantaciones del área sur del país, las que se establecieron a raíz de los recurrentes problemas laborales en las zonas bananeras del departamento de



Izabal, están alcanzando su máximo nivel de producción.

Con respecto a la producción de caña de azúcar, se prevé un crecimiento de 0.2% (10.0% en 2004). En efecto, de acuerdo con información de la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA- y del Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña de Azúcar -CENGICAÑA-, durante la zafra 2004/2005 se espera una producción de 392.0 millones de quintales de caña de azúcar, cifra superior en 0.8 millones de quintales a la registrada en la zafra 2003/2004 (391.2 millones de quintales). Cabe indicar, que el área sembrada en 2005 fue similar a la del año anterior y el rendimiento por manzana cosechada aumentó levemente, debido al mantenimiento de las labores culturales y condiciones climáticas favorables en las zonas productoras.

En el caso de los productos de consumo interno, se espera un crecimiento de 4.6% (1.6% en 2004), como resultado de un incremento de 7.1% en los otros productos de consumo (2.0% en 2004), derivado, básicamente, de una mayor producción de frutas y hortalizas, las cuales se estima en 7.8% y 9.3%, respectivamente (1.5% y 3.5% en 2004, en su orden). Por su parte, los productos de consumo interno básico, presentan una caída de 0.2% (crecimiento de 0.8% en 2004), debido a una reducción en la producción de maíz. En efecto, de acuerdo con información de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, se estima que la producción de maíz se contraerá en 4.4% (crecimiento de 0.5% en 2004), como consecuencia de las pérdidas ocasionadas por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*, las cuales se estiman en alrededor de 1.9 millones de quintales (8.5% de la producción nacional)³⁴.

En el caso del sector *industria manufacturera* (con una participación de 12.6% en el PIB) para 2005 se estima un crecimiento de 2.7%, superior al observado en 2004 (2.3%), siendo éste el más alto registrado en los últimos 7 años. Tal comportamiento se asocia, entre otros factores, al crecimiento de la demanda de los productos industriales guatemaltecos en los mercados

³⁴ De acuerdo con información de la CONAGRAB, la producción de maíz fue afectada en los departamentos de San Marcos, Quetzaltenango, Retalhuleu, Suchitepéquez, Escuintla, Santa Rosa, Totonicapán, Sololá y Chimaltenango, los que en conjunto cultivan, aproximadamente, el 35.0% de la producción total del país.



estadounidense y, principalmente, centroamericano, derivado de un desempeño positivo de sus economías. En efecto, el valor de las exportaciones de productos alimenticios, frutas y sus preparados y azúcar hacia Estados Unidos de América, en términos de dólares de ese país, registró a octubre del presente año un crecimiento de 10.9% (4.8% en igual período de 2004), 22.7% (-0.2% a octubre de 2004) y 30.0% (51.7% en igual período de 2004), respectivamente. En cuanto a las ventas hacia Centroamérica, destacan las exportaciones de productos alimenticios, con 11.6% (4.7% a octubre de 2004); productos químicos, con 13.1% (13.6% en igual período 2004); materiales de construcción, con 12.1% (33.5% a octubre de 2004); artículos plásticos, con 20.2% (22.7% en igual período de 2004); y, frutas y sus preparados, con 36.8% (13.6% en 2004).

Por su parte, a octubre de 2005, las importaciones de materias primas y productos intermedios con destino a la *industria manufacturera*, registraron, en términos de dólares de los Estados Unidos de América, un incremento de 1.0% (16.0% a octubre 2004); en tanto que las importaciones de bienes de capital para la industria crecieron 14.3% (20.1% a octubre de 2004).

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación del 24.8% en el PIB) se estima que para 2005 registre una tasa de crecimiento de 2.6% (3.2% en 2004), explicada, principalmente, por la desaceleración en el ritmo de crecimiento previsto en el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca*, así como en las importaciones de bienes.

El sector *minas y canteras* se prevé que registre una caída de 1.3% (8.3% de caída en 2004). Este comportamiento, de acuerdo con información del Ministerio de Energía y Minas, está determinado, fundamentalmente, por una caída de 9.2% en la producción de petróleo (18.8% de caída en 2004), debido a que la presión de bombeo de algunos pozos continúa deprimida y que, además, no han entrado en funcionamiento nuevos pozos.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 3.5% (6.0% en 2004). De acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, a octubre de 2005 se



registró una generación bruta total de energía eléctrica de 6,048.8 miles de MWH, volumen que implica un aumento de 2.5% respecto al del mismo período del año anterior (6.3% en 2004). En dicho comportamiento ha influido la generación bruta hidráulica, que a octubre de 2005 registró un crecimiento de 14.4% (16.1% a octubre de 2004), mientras que la generación bruta térmica, al mes indicado, presentó una caída de 4.1% (1.5% de crecimiento en el mismo período de 2004). Cabe agregar que en el menor dinamismo de la generación de energía eléctrica incidió, en alguna medida, la baja de las ventas a El Salvador, las que registraron una caída de 67.6 miles de MWH equivalente a -17.4% (crecimiento de 10.5% a octubre de 2004).

El sector *construcción* se estima registre un crecimiento de 3.0% (19.7% de caída en 2004), como resultado, principalmente, de un incremento de 31.0% en la construcción privada (8.1% en 2004). Por su parte, la construcción pública continúa mostrando un comportamiento negativo, al situarse en -24.9% (36.0% de caída en 2004).

En la construcción privada el comportamiento positivo está asociado, por una parte, al aumento esperado de 31.7% en la superficie de construcción³⁵ en los principales municipios encuestados en la República (5.0% en 2004) y, por la otra, al incremento en los préstamos otorgados para construcción privada, los que a octubre de 2005 se han incrementado en Q726.4 millones (68.1%) con respecto al mismo período del año anterior (8.5%). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia al hecho de que la ejecución presupuestaria del gobierno central para el presente año se ha enfocado a llevar a cabo actividades de mantenimiento y rehabilitación de tramos carreteros.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se espera que crezca 8.4% en 2005 (9.2% en 2004), comportamiento explicado, por una parte, por el crecimiento de 7.1% en el subsector transporte (5.2% en 2004), asociado al incremento registrado en el transporte urbano y en el extraurbano de carga; y, por la otra, por el crecimiento de 10.2% esperado en el subsector comunicaciones (14.7% en 2004), derivado

³⁵ Información obtenida de la encuesta de la construcción a los municipios del área metropolitana: Guatemala, Mixco, Villa Nueva, Santa Catarina Pinula, San José Pinula, Villa Canales y San Miguel Petapa y a 33 municipios del interior de la República.



de la activación de 345,680 nuevas líneas telefónicas (609,796 en 2004).

En cuanto al sector *banca, seguros y bienes inmuebles*, se prevé que en 2005 se registre una tasa de crecimiento de 2.1% (2.2% en 2004), asociada al comportamiento de la actividad de intermediación financiera.

Para los sectores de *propiedad de vivienda y servicios privados* se esperan tasas de crecimiento de 2.5% y 3.6%, respectivamente, por debajo de las registradas el año anterior (2.9% y 3.8%, en el mismo orden). En el caso del sector *administración pública y defensa*, se estima un repunte de 2.3% (caída de 8.4% en 2004), explicado, en parte, por la creación de nuevos puestos de trabajo en los ministerios de Educación y de Gobernación.

ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO AÑOS 2004 - 2005 (Millones de quetzales de 1958)				
C O N C E P T O	2004 p/	2005 e/	Tasas de variación	
			2004	2005
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,566.4</u>	<u>5,746.9</u>	<u>2.7</u>	<u>3.2</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,275.3	1,305.2	3.7	2.4
Explotación de minas y canteras	27.9	27.5	-8.3	-1.3
Industria manufacturera	704.2	723.2	2.3	2.7
Construcción	72.8	74.9	-19.7	3.0
Electricidad y agua	247.0	255.7	6.0	3.5
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	631.9	685.2	9.2	8.4
Comercio al por mayor y al por menor	1,387.3	1,422.9	3.2	2.6
Banca, seguros y bienes inmuebles	275.1	280.8	2.2	2.1
Propiedad de vivienda	259.8	266.3	2.9	2.5
Administración pública y defensa	350.7	358.7	-8.4	2.3
Servicios privados	334.6	346.5	3.8	3.6
<p>p/ Cifras preliminares e/ Cifras estimadas Nota: Por razones de aproximación algunas cifras pueden presentar leves diferencias.</p>				



3. Producto interno bruto por el lado del gasto

Se estima que las variables que integran el PIB por el lado del gasto, en términos reales, con excepción de la inversión del gobierno, registren en 2005 tasas de crecimiento positivas.

La demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 3.7%, mayor al de 3.0% mostrado en 2004.

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 4.6%, mayor en 0.9 puntos porcentuales al observado el año anterior.

El gasto en consumo del gobierno, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se prevé que en 2005 tenga un repunte en su comportamiento, al estimarse un crecimiento de 5.3% (-10.1% en 2004), lo cual estaría asociado con una mayor ejecución presupuestaria del gasto de funcionamiento por parte del gobierno central.

En materia de inversión, la formación geográfica bruta de capital fijo se estima que registre un incremento de 6.4% (1.5% en 2004), como resultado de un aumento de 11.2% en la inversión privada (8.8% en 2004) y de una caída de 17.8% en la inversión pública (24.0% de caída en 2004). El mayor dinamismo esperado de la inversión privada, en términos reales, se debe, principalmente a la aceleración de 30.8% prevista en la construcción privada (8.0% en 2004); así como, al incremento estimado de 8.9% en las importaciones de bienes de capital (12.3% en 2004) para cubrir una mayor demanda de bienes del exterior, derivado de las expectativas de la entrada en vigencia del TLC y de la consolidación de la Unión Aduanera Centroamericana. En cuanto al comportamiento de la inversión pública, éste se explica por el menor desempeño que se espera en la construcción de carreteras y obras públicas (-20.6%), comportamiento similar al de 2004 (-24.3%).

La demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima que registre, en términos reales, un crecimiento de 0.2% (6.6% en 2004). En este sentido, cabe indicar que la demanda externa sigue siendo impulsada por el



desempeño de la actividad económica de los Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país.

Por el lado de la oferta externa, se estima que las importaciones de bienes y servicios registren, en términos reales, un crecimiento de 3.5%, menor al observado el año anterior (7.2%). En cuanto a la estructura de las importaciones, en términos de valor en dólares estadounidenses, a octubre de 2005, las de combustibles y lubricantes crecieron 45.4% (13.6% en el mismo período de 2004); las de materiales de construcción 25.8% (6.2% en octubre de 2004); las de bienes de capital 11.2% (18.4% en el mismo período de 2004); las de bienes de consumo 6.8% (12.2% en octubre de 2004); y, las de materias primas y productos intermedios 1.4% (17.0% en el mismo período de 2004).

GASTOS DEDICADOS AL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO				
AÑOS 2004 - 2005				
(Millones de quetzales de 1958)				
C O N C E P T O	2004 p/	2005 e/	Tasas de variación	
			2004	2005
1. Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	4,507.9	4,715.4	3.7	4.6
2. Gastos en consumo del gobierno general	441.3	464.7	-10.1	5.3
3. Formación geográfica bruta de capital fijo	<u>610.1</u>	<u>648.9</u>	<u>1.5</u>	<u>6.4</u>
Privada	508.0	565.0	8.8	11.2
Pública	102.1	83.9	-24.0	-17.8
4. Variación de existencias	278.8	227.5		
GASTO BRUTO DE LA NACIÓN	<u>5,838.1</u>	<u>6,056.4</u>	<u>3.0</u>	<u>3.7</u>
5. Exportación de bienes y servicios	863.0	864.6	6.6	0.2
6. Menos: Importación de bienes y servicios	1,134.7	1,174.1	7.2	3.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,566.4</u>	<u>5,746.9</u>	<u>2.7</u>	<u>3.2</u>

p/ Cifras preliminares
e/ Cifras estimadas
Nota: Por razones de aproximación algunas cifras pueden presentar leves diferencias.



Empleo

Con el propósito de obtener información estadística sobre el empleo en Guatemala, el Instituto Nacional de Estadística (INE) llevó a cabo la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos 2004 (ENEI 2004), la que recogió información del período septiembre - noviembre de 2004.

De acuerdo con los resultados de esta encuesta, la Población en Edad de Trabajar (PET) totalizó 8.9 millones de personas y la Población Económicamente Activa (PEA) se situó en 5.0 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa Global de Participación de la PEA (PEA/PET) de 56.1%.

En lo que respecta a la Población Ocupada (PO) , en el período de levantamiento de la encuesta ésta fue de 4.8 millones de personas, lo que significó una Tasa de Ocupación Específica (PO/PEA) de 96.9%.

En cuanto a la PO por rama de actividad económica, en el período bajo análisis la mayor participación correspondió a la Agricultura, con 38.3%; seguida del Comercio, con 23.0%; en tanto que la Industria participó con el 13.6%. Las tres ramas de actividad económica mencionadas representan, en conjunto, el 74.9% del total.

En cuanto a la Población en Subempleo Visible (PSV), en el período en referencia ésta alcanzó 0.8 millones de personas, lo que significa una Tasa de Subempleo Visible (PSV/PEA) de 16.3%.

Por su parte, la Población Desocupada Abierta Total (PDAT) fue de 0.2 millones de personas, lo que da una Tasa de Desempleo Abierto Total (PDAT/PEA) de 3.1%.

Cabe subrayar que la ENEI es un importante avance en la producción de estadísticas económicas del país y que, en la medida en que se continúe realizando sistemáticamente, permitirá a sus usuarios realizar análisis más profundos sobre el empleo y la actividad económica nacional.

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas -MFP- la situación



financiera del gobierno central a noviembre (última información disponible) registró un déficit fiscal de Q1,872.1 millones, monto mayor en Q642.9 millones (52.3%) al registrado a noviembre de 2004.

Los ingresos fiscales a noviembre ascendieron a Q22,472.0 millones, superiores en Q1,797.9 millones (8.7%) a los observados en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 89.8% respecto al presupuesto para 2005 (92.7% en 2004). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q21,232.0 millones, monto superior en Q1,765.6 millones (9.1%) al registrado en el mismo período del año anterior. Dicho crecimiento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos (Q1,196.0 millones) e indirectos (Q569.6 millones).

El crecimiento en la recaudación de los impuestos directos por Q1,196.0 millones (26.1%) se explica, principalmente, por los mayores ingresos obtenidos por el Impuesto sobre la Renta -ISR-, los cuales al ubicarse en Q4,117.3 millones fueron mayores en Q1,018.5 millones (32.9%) respecto a noviembre de 2004. Esta mayor recaudación puede asociarse, en parte, a la implementación del Plan Estratégico Institucional de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), que contempla combatir la corrupción, mejorar el servicio a los contribuyentes e impulsar el desarrollo y uso de aplicaciones informáticas; así como por las reformas legales en materia impositiva aprobadas por el Congreso de la República a mediados de 2004³⁶.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, su aumento (3.8%) se debió principalmente a la mayor recaudación del impuesto sobre la distribución de bebidas alcohólicas y cervezas, que ascendió a Q334.1 millones, monto superior en Q139.4 millones (71.6%) respecto a lo observado a noviembre de 2004. Con relación a otros impuestos indirectos, los ingresos por regalías que registra los recursos que recibe el gobierno por la exploración y explotación de petróleo exhibieron un nivel de Q477.0 millones, superior en Q107.3 millones (29.0%) respecto a noviembre del año anterior. Por su parte, el impuesto sobre circulación de vehículos registró una recaudación de Q315.8 millones,

³⁶ Con vigencia a partir del 1 de julio de 2004, por medio del Decreto Número 18-04 del Congreso de la República se establecieron reformas a la Ley del Impuesto sobre la Renta que contemplaron la ampliación y reordenamiento de la base imponible y la readequación de tipos impositivos, así como la creación de mecanismos que simplifican la recaudación y eviten la defraudación y elusión tributaria.



mayor en Q51.3 millones (19.4%) al monto observado en igual período del año anterior.

En lo que se refiere a los gastos ejecutados a noviembre, éstos registraron un monto de Q24,344.1 millones, superior en Q2,440.8 millones (11.1%) a los observados en igual período del año anterior, lo que representa una ejecución del 81.9% respecto al presupuesto para 2005 (en 2004 la ejecución en ese mismo período fue de 74.9%).

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q17,128.7 millones, mayores en Q1,376.0 millones (8.7%) a los del mismo período del año anterior. En este comportamiento sobresalen las transferencias corrientes con un nivel de Q6,217.8 millones, mayores en Q740.9 millones (13.5%) a las del mismo período del año anterior; dentro de éstas sobresalen las realizadas a entidades públicas, las cuales registraron un nivel de Q2,813.3 millones mayor en Q357.1 millones (14.5%) a igual período del año anterior. En lo que respecta al gasto de operación, éste registró un monto de Q8,184.7 millones, monto superior en Q277.8 millones (3.5%) al registrado a noviembre del año previo; en este rubro sobresalen los mayores gastos realizados en bienes y servicios por Q286.4 millones. Por su parte, el pago de intereses y comisiones de la deuda pública fue de Q2,726.2 millones, superior en Q357.3 millones (15.1%) al del mismo período del año anterior.

Los gastos de capital se situaron en Q7,215.4 millones, mayores en Q1,064.8 millones (17.3%) a los de similar período del año anterior, registrando una ejecución de 77.9% con relación a los gastos presupuestados para 2005 (58.4% en 2004). Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos de inversión indirecta y de inversión directa, los cuales registraron un nivel de Q5,363.5 millones y Q1,851.9 millones, respectivamente, mayores a los observados a noviembre de 2004 en Q833.9 millones (18.4%) y Q230.9 millones (14.2%), en su orden.

En lo que corresponde al financiamiento del déficit registrado a noviembre, el financiamiento interno neto fue de Q2,878.9 millones, resultado de negociaciones de bonos por Q4,316.0 millones y vencimientos por Q1,437.1 millones. El financiamiento externo neto alcanzó un nivel negativo de Q369.9



millones, como consecuencia de desembolsos de préstamos por Q914.6 millones y amortizaciones por Q1,284.5 millones. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q636.9 millones.

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

CONCEPTO	2004	2005	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	20,674.1	22,472.0	1,797.9	8.7
A. Ingresos	20,389.5	22,226.2	1,836.7	9.0
1. Ingresos Corrientes	20,388.9	22,225.3	1,836.4	9.0
a. Tributarios	19,466.4	21,232.0	1,765.6	9.1
i. Impuestos Directos	4,585.6	5,781.6	1,196.0	26.1
ii. Impuestos Indirectos	14,880.8	15,450.4	569.6	3.8
b. No Tributarios	922.5	993.3	70.8	7.7
2. Ingresos de Capital	0.6	0.9	0.3	50.0
B. Donaciones	284.6	245.8	-38.8	-13.6
II. Total de Gastos	21,903.3	24,344.1	2,440.8	11.1
A. Funcionamiento	15,752.7	17,128.7	1,376.0	8.7
1. De Operación	7,906.9	8,184.7	277.8	3.5
2. Transferencias	5,476.9	6,217.8	740.9	13.5
3. Intereses por Deuda	2,368.9	2,726.2	357.3	15.1
B. Capital	6,150.6	7,215.4	1,064.8	17.3
1. Inversión Directa	1,621.0	1,851.9	230.9	14.2
2. Inversión Indirecta	4,529.6	5,363.5	833.9	18.4
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,229.2	-1,872.1	-642.9	52.3
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	4,636.2	5,096.6	460.4	9.9
V. Financiamiento (A+B+C)	1,229.2	1,872.1	642.9	52.3
A. Financiamiento Externo Neto	2,947.9	-369.9	-3,317.8	-112.5
B. Financiamiento Interno Neto	1,910.2	2,878.9	968.7	50.7
1. Negociación de Bonos	3,438.1	4,316.0	877.9	25.5
2. Vencimiento de Bonos	1,527.9	1,437.1	-90.8	-5.9
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,628.9	-636.9	2,992.0	-82.4

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna a noviembre, según cifras preliminares, se situó en Q16,683.3 millones, superior en Q3,842.5 millones³⁷ (29.9%) al saldo observado en diciembre de 2004. Este aumento

³⁷ Dicha variación es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q5,279.7 millones y de vencimientos por Q1,437.1 millones.



obedeció, principalmente, a la negociación de Bonos del Tesoro con los sectores privado, bancario y público; en efecto, cada uno de ellos incrementaron sus tenencias de valores en Q2,109.7 millones (38.1%), Q892.5 millones (32.3%) y Q101.2 millones (2.6%), respectivamente. Por su parte, el sector no residente redujo sus inversiones en Q224.6 millones (31.7%). Es importante indicar que al 30 de noviembre de 2005, el Banco de Guatemala registra tenencias de Bonos del Tesoro, la cual se deriva del hecho de que por disposición contenida en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, al Estado de Guatemala, a través del Ministerio de Finanzas Públicas, le corresponde cubrir las deficiencias netas que el Banco de Guatemala tenga en cada ejercicio contable. En ese contexto, el 29 de agosto de 2005 el Ministerio de Finanzas Públicas cumplió por primera ocasión con dicho mandato legal, trasladando al Banco de Guatemala una emisión de Bonos del Tesoro por Q963.7 millones para cubrir sus deficiencias netas correspondientes al año 2003.

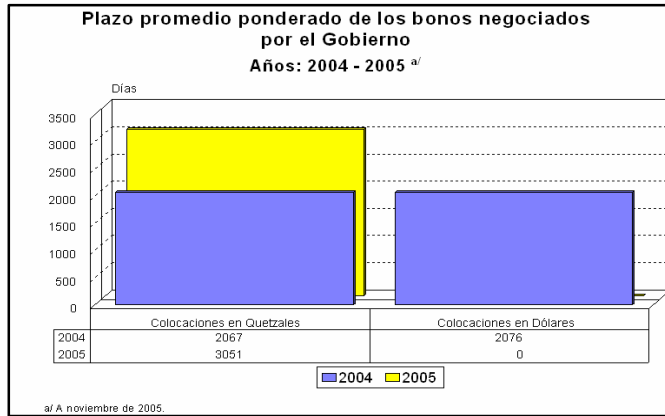
En lo que respecta a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, la misma varió como consecuencia de las mayores negociaciones realizadas con el sector privado, el sector bancario y la tenencia de valores por parte del Banco de Guatemala. En efecto, al 31 de diciembre de 2004 la participación de dichos sectores respecto del total fue de 43.1%, 21.6% y 0.0%, respectivamente, mientras que a octubre del presente año se ubicaron en 45.8%, 21.9% y 5.8%, respectivamente. En contraste, los sectores público y no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2004 a noviembre de 2005, al pasar de 29.8% y 5.5% a 23.6% y 2.9%, respectivamente.

Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años 2004 - 2005
- En millones de quetzales y en porcentajes -

Tenedor	Al 31/12/2004	Estructura	Al 30/11/2005	Estructura	Variación	
					Absoluta	Relativa
Total	12,840.8	100.0	16,683.3	100.0	3,842.5	29.9
Banco de Guatemala	0.0	0.0	963.7	5.8	963.7	100.0
Sector Bancario	2,767.1	21.6	3,659.6	21.9	892.5	32.3
Sector Público	3,826.9	29.8	3,928.1	23.6	101.2	2.6
Sector No Residentes	708.5	5.5	483.9	2.9	-224.6	-31.7
Sector Privado	5,538.3	43.1	7,648.0	45.8	2,109.7	38.1

FUENTE: Sección de Valores, Banco de Guatemala.

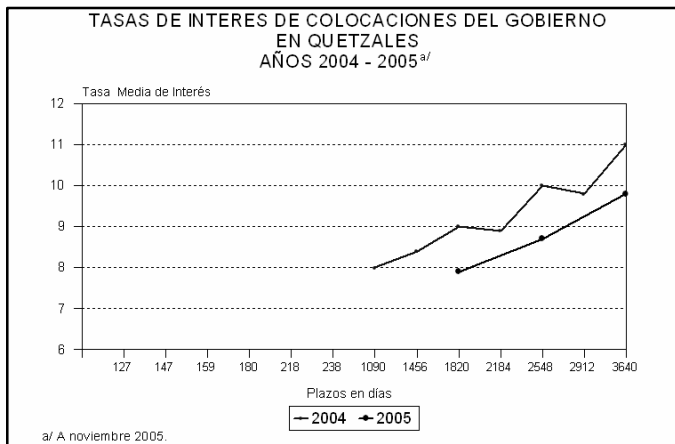
Gráfica No. 51



En cuanto al plazo de colocación de la deuda, es importante señalar que en 2004 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 2,067 días, mientras que a noviembre de 2005 se ubicó en 3,051 días. Con relación a las colocaciones de Bonos del Tesoro en dólares de los Estados Unidos de América, de enero a noviembre del presente año no hubo negociaciones; el plazo promedio ponderado de las negociaciones realizadas en 2004 fue de 2,076 días.

La tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del gobierno expresadas en quetzales se ubicó en 9.13% en 2004, mientras que a noviembre del presente año se ubicó en 9.22%.

Gráfica No. 52



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a noviembre de 2005 el saldo de la deuda pública externa³⁸ se situó en US\$3,716.4 millones, menor en US\$125.1 millones al saldo de diciembre de 2004. Dicha disminución es el resultado de desembolsos por US\$119.2 millones, amortizaciones por US\$177.9 millones y una reducción del saldo contable de US\$66.4 millones derivado de la apreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue negativa en US\$58.7 millones.

En cuanto a los desembolsos por préstamos al Gobierno Central en el período, por acreedor, destacan los provenientes del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$45.2 millones, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$29.5 millones y del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$28.0 millones. En lo que respecta a las amortizaciones de capital sobresalen las realizadas al Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$54.9 millones y al Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$43.5 millones. En lo que respecta al pago de intereses de la deuda destacan los que corresponden a los bonos negociados en el exterior -EUROBONOS- por US\$100.6 millones.

³⁸ No incluye el saldo de la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 30 de noviembre de 2005 se situó en US\$1.8 millones.

3. Estimación de cierre a diciembre de 2005

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el cierre presupuestario para 2005 contempla que el déficit fiscal alcanzaría un nivel de alrededor del 1.5% del PIB, mientras que la carga tributaria se ubicaría en alrededor de 10.0%, similar a la registrada en 2004. Cabe resaltar que dicho déficit incluye el incremento previsto en el gasto público para 2005, derivado de la reconstrucción de los daños ocasionados por la tormenta tropical *Stan*.

D. ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

1. Indicadores de estabilidad

a) Liquidez bancaria

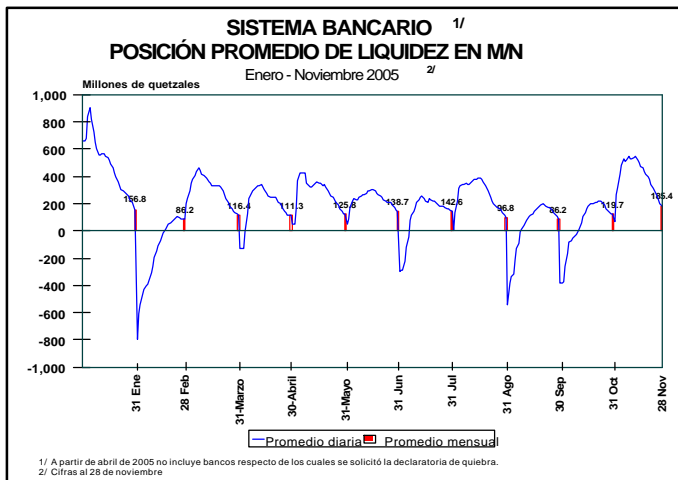
i) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, permite determinar el monto de recursos financieros de disponibilidad inmediata en el sistema bancario. Durante la mayor parte del período enero-noviembre de 2005, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, dicha variable se situó entre Q86.2 millones (en febrero y septiembre) y Q185.4 millones en noviembre.

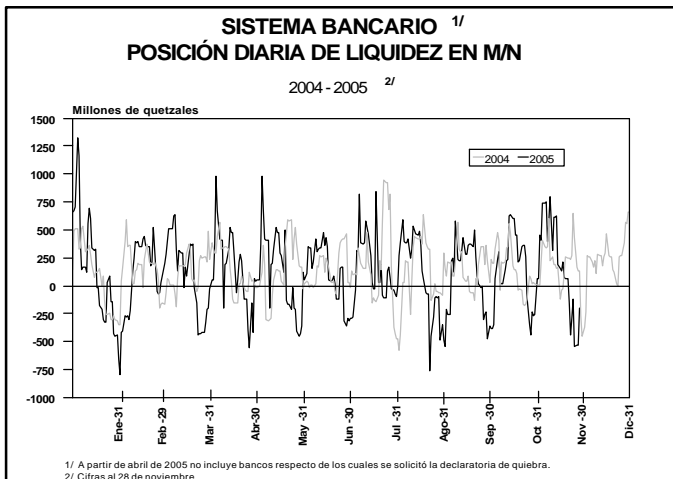
Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a noviembre de 2005 también mostró mayor estabilidad respecto al comportamiento que observó durante el año previo. Al respecto, de enero a noviembre del presente año, la liquidez promedio diaria anual se situó en Q 124.1 millones, mientras que en 2004, el mismo promedio anual alcanzó Q155.1 millones.

El comportamiento moderado y estable de los niveles de liquidez bancaria durante 2005 se asocia, principalmente, al mayor volumen de recursos que se canalizó hacia el crédito al sector privado, así como al incremento de las inversiones de los bancos en títulos del gobierno.

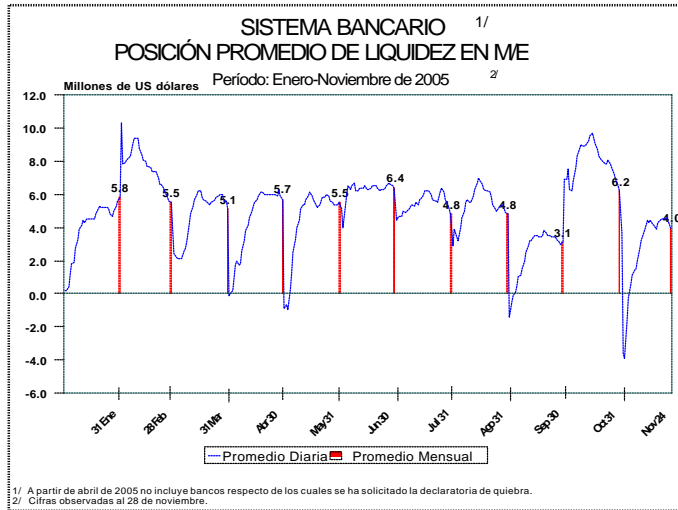
Gráfica No. 53



Gráfica No. 54



Gráfica No. 55



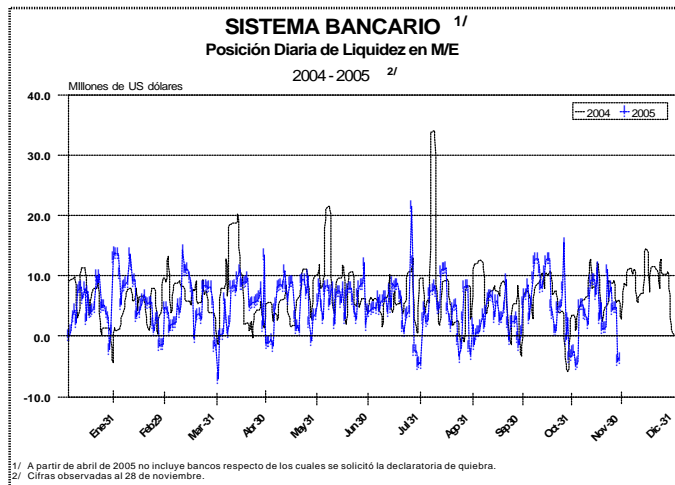
ii) En moneda extranjera

La liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, durante el período enero-noviembre de 2005, se situó, en promedio, entre US\$3.1 millones (septiembre) y US\$6.4 millones (junio). Al 28 de noviembre de 2004 se situó en US\$4.0 millones.

La liquidez diaria en moneda extranjera, durante 2005, registró un comportamiento relativamente estable, similar al observado el año previo, registrando su punto mínimo el 31 de marzo (-US\$7.1 millones) y el punto máximo el 25 de julio (US\$21.5 millones).

El comportamiento observado en los niveles de liquidez bancaria, en moneda extranjera, durante 2005, se asocia, en parte, a que los recursos disponibles se han trasladado principalmente al otorgamiento del crédito en moneda extranjera, ya que el mismo durante el referido período se ha incrementado en el equivalente de Q876.8 millones.

Gráfica No. 56

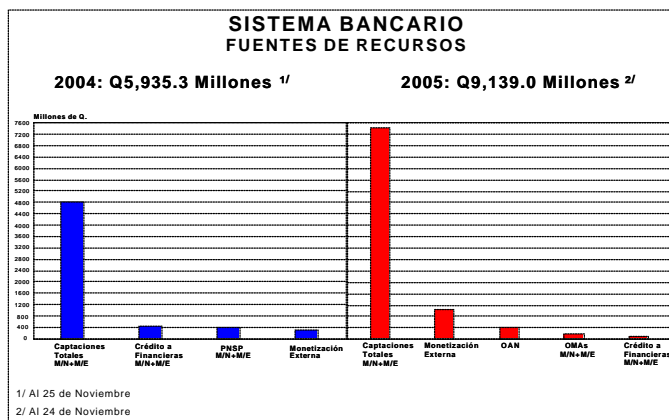


2. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

Al 24 de noviembre de 2005 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores de la economía para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q9,139.0 millones, en tanto que para similar período del año anterior éstos fueron de Q5,935.3 millones.

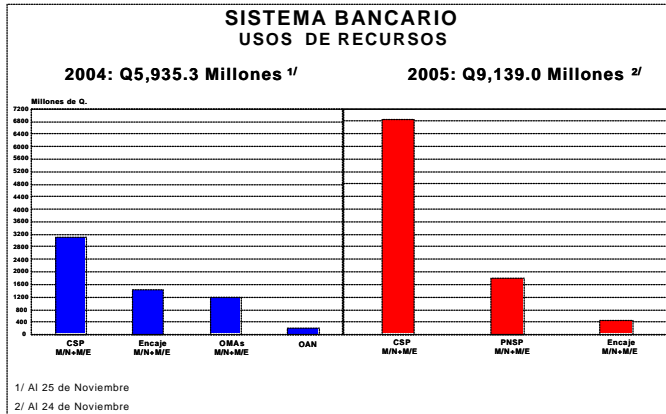
Como se puede apreciar en la gráfica, a noviembre de 2005 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas por las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q7,413.9 millones, por la obtención de créditos netos en el exterior por Q1,028.8 millones y por la desinversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q199.8 millones. Por su parte, en 2004 las principales fuentes de recursos habían sido las

Gráfica No. 57



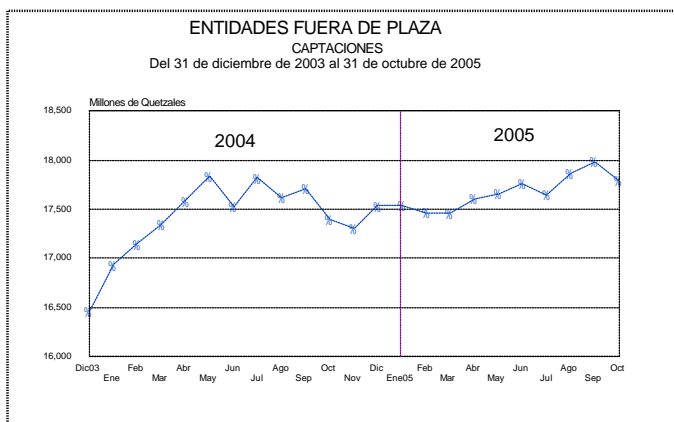
captaciones totales de depósitos del público (tanto en moneda nacional como en moneda extranjera) por Q4,820.8 millones, la amortización obtenida por el crédito otorgado a instituciones financieras por Q440.5 millones, la reducción del financiamiento neto otorgado al sector público (inversiones menos depósitos) por Q387.4 millones y la obtención de créditos netos en el exterior por Q286.6 millones.

Gráfica No. 58



En cuanto al uso que el sistema bancario dio a los referidos recursos, como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2005 los mismos se destinaron, principalmente, al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y moneda extranjera por Q6,865.3 millones, al financiamiento neto otorgado al sector público (inversiones menos depósitos) por Q1,819.1 millones y al incremento del encaje bancario en moneda nacional y moneda extranjera por Q454.6 millones. Por su parte, en 2004 el uso de los Q5,935.3 millones había sido, fundamentalmente, para otorgar crédito al sector privado por Q3,089.7 millones, incrementar su cuenta encaje tanto en moneda nacional como en moneda extranjera por Q1,438.1 millones y realizar inversiones en CDPs del Banco de Guatemala por Q1,187.9 millones.

Gráfica No. 59



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

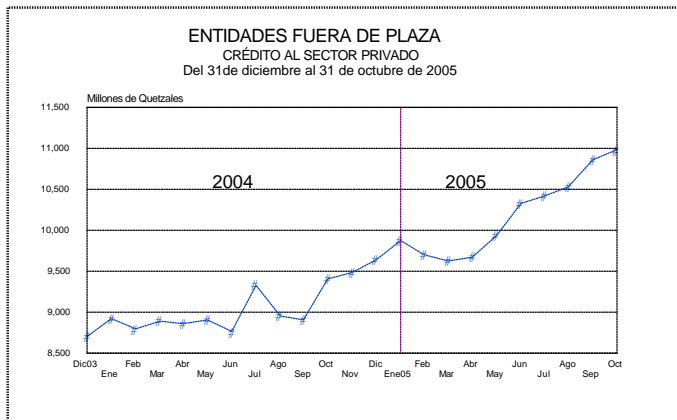
Aunque la disponibilidad de información de las entidades fuera de plaza (*off shore*) todavía es limitada, los datos disponibles permiten, de manera general, realizar un análisis de sus operaciones y su solvencia financiera, de forma desagregada. Para el efecto, con base en la información al 31 de octubre de 2005, se puede inferir de sus principales operaciones activas y pasivas e indicadores de liquidez, el análisis siguiente:

a) Captaciones

Las captaciones de las entidades fuera de plaza (*Off shore*) al 31 de octubre de 2005, registraron un nivel equivalente en quetzales de Q17,786.4 millones, con un crecimiento de Q254.2 millones (1.4%) respecto del saldo registrado al 31 de diciembre de 2004. Cabe indicar que a finales de 2004, las captaciones de las entidades fuera de plaza representaban un 30.7% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en

tanto que al 31 de octubre de 2005, dicha proporción se situó en 27.5%.

Gráfica No. 60



b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado, al 31 de octubre, muestra un saldo equivalente en quetzales de Q10,982.5 millones, el cual es superior en Q1,340.9 millones (13.9%) al registrado el 31 de diciembre de 2004. Cabe indicar que a finales del año previo, el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 23.4% del total otorgado por el sistema bancario nacional en tanto que al 31 de octubre de 2005, dicha proporción se situó en 24.2%.

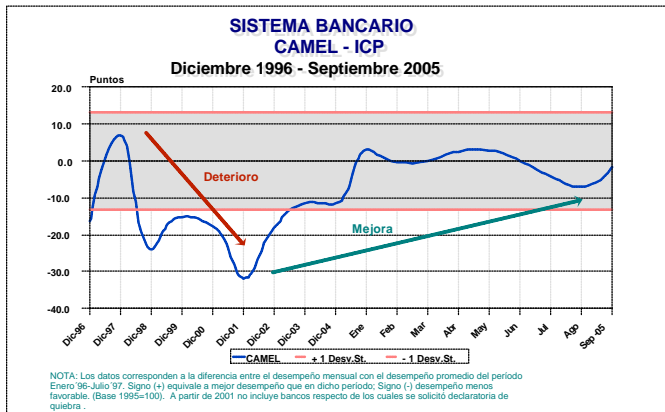
4. Sistema de alerta temprana

El desempeño del sistema bancario nacional en 2005, medido a través del indicador CAMEL-ICP³⁹ evidencia un mejor comportamiento del sistema con respecto a diciembre de 2004. En efecto, al 30 de septiembre de 2005 dicho indicador se ubicó en -1.47, cifra significativamente superior al -11.65 observado en diciembre de 2004. Cabe indicar que los valores señalados anteriormente tienen como base de comparación el agregado observado para el sistema bancario durante el período enero 1996 a julio 1997, en el cual el sistema bancario registró un normal desempeño. Para obtener una mejor apreciación del contenido del indicador, una evaluación de cada uno de sus componentes se presenta a continuación:

El indicador de capitalización, que mide la solvencia financiera, muestra la adecuación del capital de las entidades para cubrir con recursos propios la exposición al riesgo derivada de las operaciones activas que realizan. Dicho indicador se construye con base en los activos y contingencias sujetas por ley a requerimientos mínimos de capital con respecto al capital computable. Al respecto, durante el período bajo estudio, el valor del indicador disminuyó de

³⁹ Dentro de los sistemas de alerta temprana utilizados por lo bancos centrales para el análisis macroeconómico del sistema financiero se incluye el modelo agregado CAMEL (que en sus siglas en Inglés se refieren a *Capital, Assets, Management, Earnings y Liquidity*) ajustado por un Indicador de Cartera en Problemas –ICP- el cual constituye un indicador del riesgo de la cartera de cada institución dentro del sistema. El modelo agregado CAMEL-ICP permite evaluar el desempeño de las instituciones financieras, tanto en función de indicadores que miden la capitalización (C), la calidad del activo más importante como lo es la cartera crediticia (A), la gestión administrativa (M), la rentabilidad real (E) y la liquidez (L); como en función de la estructura de la cartera en riesgo a nivel individual y del sistema en su conjunto y la cobertura de la misma. En cuanto a la interpretación de ese indicador, mientras mayor es el agregado, mejor es el desempeño del sistema.

Gráfica No. 61



14.50% en diciembre de 2004 a 13.88% en septiembre 2005. En ese caso, los activos y contingencias sujetos a requerimiento mínimo de capital han mostrado un mayor dinamismo en su crecimiento durante el año. En efecto, en tanto que los activos crecieron un 11.86%, el capital computable lo hizo en 7.07%. Es necesario puntualizar que a pesar de la disminución en el indicador de capitalización, éste sigue ubicándose por encima de lo que exige la normativa prudencial al respecto, la cual fija el requerimiento mínimo de capital en 10% con respecto a los activos y contingencias sujetos a requerimiento.

La calidad del activo medida a través del coeficiente que relaciona la sumatoria de la cartera vencida y en mora (cartera contaminada) con respecto al total de la cartera de créditos bruta (incluye provisiones) registra un deterioro marginal al pasar de 5.79% en diciembre de 2004 a 5.99% en septiembre de 2005. Al desagregar los componentes del indicador se pudo establecer que el comportamiento observado se explica fundamentalmente por un leve incremento de la cartera en mora.

Para medir la gestión administrativa se utiliza una aproximación entre los gastos administrativos anualizados con respecto a los activos totales netos promedio (excluye provisiones, depreciaciones y amortizaciones). En este indicador se evidencia una mejoría al pasar de 4.4% en diciembre de 2004 a 4.25% en septiembre de 2005. Dicho comportamiento se explica principalmente porque los gastos administrativos proporcionalmente han crecido menos que los activos promedio, lo que evidencia una mejora en la gestión administrativa por parte del sistema financiero.

El indicador de rentabilidad real expresa el rendimiento del patrimonio de las entidades durante el período. Para el efecto, se considera la razón entre las utilidades netas (después de impuestos) anualizadas con respecto al capital contable promedio, menos el ritmo inflacionario. Esta medición permite evaluar la sostenibilidad en el largo plazo del patrimonio de las entidades. Durante el período de diciembre 2004 a septiembre 2005, la rentabilidad real aumentó considerablemente al pasar de 5.15% a 9.78%, respectivamente. Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por los ingresos provenientes de las



colocaciones (crédito, inversiones y operaciones en moneda extranjera), los cuales representaron el 88.6% del total de ingresos al 30 de septiembre de 2005.

Un adecuado manejo de la liquidez bancaria permite a las entidades enfrentar sus obligaciones de corto plazo sin incurrir en costos innecesarios. Una medición de este indicador se obtiene mediante la razón entre las disponibilidades y los depósitos totales. Durante el período, el indicador muestra un leve deterioro al pasar de 22.52% en diciembre de 2004 a 21.11% en septiembre de 2005.

En síntesis, la mejoría global observada en el indicador agregado CAMEL-ICP obedece, fundamentalmente, al comportamiento favorable mostrado por los indicadores de rentabilidad real y gestión administrativa, lo cual refleja los avances del sistema bancario, en el contexto de la reforma estructural del sector financiero en el país. Ese resultado no fue mayor debido al menor desempeño de los indicadores de calidad de activos, capitalización y liquidez.

5. Avances en el proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional

a) Fortalecimiento del sistema bancario

En resolución JM-93-2005, del 18 de mayo de 2005, la Junta Monetaria emitió el nuevo Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, que tiene por objeto normar aspectos relativos al proceso de crédito, a la información mínima de los solicitantes de financiamiento y de los deudores y a la valuación de activos crediticios mismos que deben observar los bancos, las entidades fuera de plaza (*off shore*) y las empresas de un grupo financiero que otorguen financiamiento.

Por su parte, el Congreso de la República, en Decreto Número 58-2005 del 31 de agosto de 2005, aprobó la “Ley para Prevenir y Reprimir el Financiamiento del Terrorismo”, que tiene por objeto adoptar medidas para la prevención y represión del financiamiento del terrorismo, complementarias a la normativa contra el lavado de dinero u otros activos. Con esta ley se resguarda el bienestar y la seguridad de



los habitantes de la República y sus bienes, se da cumplimiento a los compromisos asumidos por Guatemala en el Convenio Internacional para la Represión de la Financiación del Terrorismo y se atienden los requerimientos y estándares dictados por los Organismos Internacionales especializados en la materia; lo cual permitirá garantizar y darle certeza y mejora a la normativa para que opere el sistema financiero del país.

En resolución JM-92-2005, del 18 de mayo de 2005, la Junta Monetaria emitió el Reglamento para Inversiones de los Bancos del Sistema en Títulos Valores emitidos por Entidades Privadas. Dicho instrumento establece los requisitos que deberán observar los bancos del sistema previo a invertir en títulos que de esa naturaleza sean ofrecidos en oferta pública en los mercados bursátil y extrabursátil, de conformidad con la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, Decreto Número 34-96 del Congreso de la República. Además, establece que los referidos títulos valores que se negocien en mercados internacionales, deberán contar con la calificación otorgada por Standard & Poor's o calificación equivalente otorgada por una calificadora de riesgo de reconocido prestigio internacional; y, las emisiones que se negocien en el mercado nacional, deberán acreditar calificación de riesgo local, otorgada por una empresa calificadora de riesgo que se encuentre registrada en el Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

Asimismo, en Decreto Número 72-2005 del 13 de octubre de 2005, aprobó la "Reforma al Decreto Número 2-70 del Congreso de la República, Código de Comercio de Guatemala", adicionándoles un artículo por el que se reconoce la validez de las copias de los cheques originales emitidos para ser cobrados en bancos del exterior y que, por el hecho de no ser pagados, tengan que ser devueltos a los bancos guatemaltecos para ser entregados a sus beneficiarios. El objetivo de esta reforma es posibilitar al interesado a plantear las acciones legales correspondientes, utilizando para el efecto las copias de los cheques originales.



b) Fortalecimiento de la red de seguridad financiera

La Junta Monetaria mediante resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, dispuso autorizar, para efectos de los establecido en el primer párrafo del artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, caso por caso, las solicitudes de crédito de última instancia que formulen los bancos privados nacionales para solventar deficiencias temporales de liquidez. Asimismo, aprobó el procedimiento que de manera general y uniforme debe observarse para el otorgamiento de créditos de ultima instancia, con el propósito, por un lado, de que se atiendan con la celeridad necesaria las solicitudes que se presenten y, por el otro, que las instituciones bancarias conozcan los requisitos que deben cumplir para obtener dicho financiamiento.

c) Modernización del sistema de pagos

Dentro del proceso de modernización del Sistema de Pagos, el Banco Central, con base en la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos, aprobada en resolución JM-140-2004 del 17 de noviembre de 2004, continuó desarrollando las actividades tendientes a lograr el fortalecimiento del Sistema de Pagos Nacional, tomando en cuenta los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, desarrollados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

El Banco de Guatemala, de acuerdo con las actividades establecidas en la referida matriz y conforme el artículo 5 del Reglamento de la Cámara de Compensación Bancaria, aprobado por Junta Monetaria en resolución JM-51-2003, el 12 de agosto de 2005 hizo entrega de la administración de la Cámara de Compensación Bancaria a la Asociación Bancaria de Guatemala quien a su vez contrató a la entidad denominada Imágenes Computarizadas de Guatemala, Sociedad Anónima -ICG-, para que ejerciera las funciones de Compensador Principal, responsable de coordinar el proceso de compensación de cheques en forma electrónica y de establecer el resultado multilateral neto resultante de dicho proceso para su correspondiente liquidación en las cuentas encaje que los bancos participantes tienen constituidas en el Banco



de Guatemala. Dicha cámara de compensación, con el esquema administrativo de una entidad privada y bajo la dirección general del Banco de Guatemala, inició operaciones el 16 de agosto de 2005. El cambio referido permite al país adoptar las mejores prácticas internacionales en esta materia, ya que se basa en estándares internacionales y utiliza herramientas tecnológicas modernas, lo cual redundará en la minimización de riesgos financieros, operativos, legales y de funcionamiento en general, facilitando las transacciones y movilidad de fondos.

Adicionalmente, la Junta Monetaria en resolución JM-166-2005, del 30 de noviembre de 2005, aprobó el reglamento del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, el cual da sustento para la emisión de normas y manuales de procedimientos y demás instrucciones aplicables al mismo, para que dicho sistema inicie operaciones a principios de enero de 2006. Cabe indicar que por medio de este sistema, los bancos, sociedades financieras, bolsas de valores, entidades públicas y otros agentes económicos liquidarán sus transacciones en forma bruta y en tiempo real, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Las operaciones que los participantes podrán realizar en el sistema son las siguientes: transferencia de fondos; liquidación de las inversiones con títulos valores emitidos por el Gobierno de la República y de Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala; instrucciones para retiro de numerario; liquidación de resultados de compensaciones bilaterales y multilaterales; operaciones por cuenta del sector público; liquidación de operaciones bajo las modalidades de entrega contra pago y pago contra pago; pagos por comisiones por los servicios prestados en el sistema; consultas y generación de archivos; elaboración y generación de reportes e información estadística; y, otras que autorice el Banco de Guatemala.

Con el propósito de realizar y liquidar las operaciones anteriores, el sistema LBTR interactuará con los sistemas internos del Banco de Guatemala que afectan las cuentas de depósitos monetarios constituidas en el Banco Central. Dichos sistemas internos son: Sistema de Información Contable y Financiero -SICOF-; Sistema de Cajas; y, Sistema de Títulos Valores -SITV- Asimismo, el diseño de funcionamiento del sistema LBTR, está facultado para utilizar dos redes de



comunicación, una red local (Bancared) y otra red internacional (SWIFT) por medio de mensajería con formato estándar de SWIFT.

Por otra parte, también se prevé que el referido sistema se conectará con los sistemas de negociación y compensación desarrollados por empresas privadas, tales como, Cámara de Compensación Bancaria, Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y Cámaras de Compensación Automatizadas -ACHs-, administradas por la Asociación Bancaria de Guatemala, así como con el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- y Sistema Electrónico de Liquidación -SEL- administrados por la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, en virtud de que dichos sistemas efectúan transacciones de alto y bajo valor en el sistema financiero, las cuales se liquidan actualmente utilizando como instrumentos de pago el cheque, instrucciones de pago por medio de un fax codificado e instrucciones de pago por escrito.



SEGUNDA PARTE PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2006

I. MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

A. EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. La importancia de tener un ancla nominal

El proceso de globalización durante la última década ha generado una mayor movilidad de capitales y una mayor disponibilidad de fondos para financiar la inversión en las economías emergentes. El progreso tecnológico inducido por la globalización ha propiciado la creación de nuevos y variados instrumentos financieros y ha facilitado la disponibilidad de información en tiempo real y a un bajo costo, con una mayor interacción entre los diversos mercados financieros alrededor del mundo, lo que se manifiesta tanto en un incremento del volumen de recursos financieros movilizados como en la velocidad en que los mismos son transferidos de un país a otro. En ese contexto, el diseño y el manejo de la política macroeconómica se han beneficiado del aumento y calidad de la información disponible, con lo cual ha sido posible sofisticar y eficientizar los procedimientos operativos con los que dicha política se implementa.

Sin embargo, al mismo tiempo, la globalización de la economía también ha generado restricciones en el manejo e implementación de la política macroeconómica, las cuales han sido objeto de profundo análisis y debate en el marco de la teoría económica contemporánea. La restricción más evidente está expresada en el postulado conocido como la “**Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta**”, la cual establece que, en presencia de una libre movilidad de capitales (fenómeno que, dada la evolución del mercado financiero, resulta irreversible), no es posible adoptar un régimen de tipo de cambio fijo y, simultáneamente, implementar una política monetaria independiente que tenga como único objetivo la estabilidad en el nivel general de precios. De manera que, conforme dicho postulado, una economía no puede

tener dos anclas nominales, en este caso: el tipo de cambio nominal y la inflación.

Anclar la economía en una sola variable nominal es un requisito fundamental a observar para una efectiva conducción de la política macroeconómica. De hecho, en la literatura macroeconómica moderna se considera que el ancla nominal es un bien público, ya que sobre la misma descansa la sostenibilidad de todos los esfuerzos de estabilización macroeconómica de un país, aspecto que es fundamental para promover el crecimiento y desarrollo ordenado de una economía.

2. La elección del ancla nominal

Los países que escogen que el ancla nominal de su economía sea el tipo de cambio, adoptan un esquema de dolarización, como el caso de Panamá, Ecuador y El Salvador, o un esquema de tipo de cambio superfijo, como lo fue el caso de la “Caja de Convertibilidad” (*Currency Board*) en Argentina (1991-2001)⁴⁴.

Por otra parte, los países que escogen como ancla nominal un agregado monetario y aquéllos que adoptan un esquema de metas explícitas de inflación⁴⁵ evitan el incurrir en las inconsistencias macroeconómicas derivadas de la *trinidad imposible*; es decir, se respeta el ancla nominal, permitiendo a las autoridades monetarias estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, lo cual influye positivamente en las expectativas de los agentes económicos, aspecto que fortalece y da sostenibilidad a la estabilidad macroeconómica⁴⁶.

Cabe indicar que desde 2000, Guatemala viene avanzando en la implementación de un esquema de metas explícitas de inflación, tal como lo han hecho otros países. Al respecto, un análisis reciente⁴⁷ relativo a la tendencia de los regímenes monetarios en los países de América Latina durante el período 1999-2003, señala que el perfil de dichos regímenes ha cambiado significativamente en los últimos cinco años. Por una parte, el número de países que aplica un

⁴⁴ La sostenibilidad y efectividad de la Caja de Convertibilidad requiere de disciplina fiscal, flexibilidad de precios y salarios y un alto nivel de Reservas Monetarias Internacionales. Cabe puntualizar que el colapso de la Caja de Convertibilidad en Argentina se debió, básicamente, a la indisciplina fiscal y a la rigidez salarial.

⁴⁵ En este arreglo monetario es fundamental darle solidez a los esfuerzos de consolidación fiscal.

⁴⁶ Un análisis extenso sobre este tema se encuentra contenida en el Dictamen CT-4/2003 Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre y Propuesta para 2004 (diciembre de 2003).

⁴⁷ Véase Mark S. Stone and Ashok J. Bhundia. A New Taxonomy of Monetary Regimes. International Monetary Fund, Working Paper. October 2004.



régimen de dolarización se ha mantenido en 18.8% del total desde 2001 hasta 2003, siendo dichos países Panamá, Ecuador y El Salvador; los dos últimos adoptaron este régimen procurando la estabilidad de precios. Particularmente, Ecuador emigró del régimen de ancla nominal débil⁴⁸ utilizado entre 1999 y 2000 hacia el régimen de dolarización para el resto del período. Desde 2001 ningún país latinoamericano ha adoptado un ancla nominal débil como régimen monetario.

Por su parte, en cuanto al régimen de ancla nominal de tipo de cambio, durante el período analizado también se mantuvo constante la cantidad de países que lo han adoptado (31.3%). Sin embargo, su composición ha sufrido algunas modificaciones. En 1999, los países en esta categoría eran Bolivia, Uruguay, Honduras, Venezuela y El Salvador. Con excepción de este último, el resto de países mantuvo el régimen monetario de ancla nominal de tipo de cambio. Por su parte, como se indicó, El Salvador adoptó la dolarización.

Por último, la reducción que se observa para el final del período en los países que utilizan un régimen de metas “livianas” de inflación o *inflation targeting lite* (37.5% en 1999 a 18.8% en 2003) es compensado por un aumento de los países que han adoptado un régimen de metas explícitas de inflación (12.5% en 1999 a 31.3% en 2003). A principios del período en referencia, únicamente Chile y Brasil utilizaban el régimen de metas explícitas de inflación; sin embargo, en la actualidad se han agregado tres países en la adopción de dicho régimen (México, Colombia y Perú). Esta compensación entre uno y otro régimen se debe, principalmente, a que el *inflation targeting lite* es un régimen monetario transitorio hacia el régimen de metas explícitas de inflación. (Ver Tablas 1 y 2).

⁴⁸ De acuerdo con Mark Stone, un régimen de ancla nominal débil es aquel que carece de un ancla nominal bien definida.

Tabla 1
LATINOAMÉRICA
CLASIFICACIÓN POR RÉGIMEN MONETARIO
AÑOS 1999 - 2003
Estructura Porcentual

Regímen	1999	2000	2001	2002	2003
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Dolarización</i>	12.5	12.5	18.8	18.8	18.8
<i>Ancla Nominal TC</i>	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3
<i>Ancla Nominal Débil</i>	6.3	6.3	0.0	0.0	0.0
<i>Inflation Targeting</i>	12.5	18.8	25.0	31.3	31.3
<i>Inflation Targeting Lite</i>	37.5	31.3	25.0	18.8	18.8

Fuente: IMF Working Paper WP/04/191 "A New Taxonomy of Monetary Regimes" Octubre 2004.

Tabla 2
LATINOAMÉRICA
CLASIFICACIÓN POR RÉGIMEN MONETARIO
AÑOS 1999 - 2003

Regímen	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Dolarización</i>	Panamá Argentina	Panamá Argentina	Panamá Ecuador Argentina	Panamá Ecuador El Salvador	Panamá Ecuador El Salvador
<i>Ancla Nominal TC</i>	Bolivia Uruguay Honduras El Salvador Venezuela	Bolivia Uruguay Honduras El Salvador Venezuela	Bolivia Uruguay Honduras El Salvador Venezuela	Bolivia Uruguay Honduras Costa Rica Venezuela	Bolivia Uruguay Honduras Costa Rica Venezuela
<i>Ancla Nominal Débil</i>	Ecuador	Ecuador	--	--	--
<i>Inflation Targeting</i>	Chile Brasil	Chile Brasil México	Chile Brasil México Colombia	Perú Chile Brasil México Colombia	Perú Chile Brasil México Colombia
<i>Inflation Targeting Lite</i>	Perú México Colombia Guatemala Costa Rica Rep. Dominicana	Perú Colombia Guatemala Costa Rica Rep. Dominicana	Perú Guatemala Costa Rica Rep. Dominicana	Argentina Guatemala Rep. Dominicana	Argentina Guatemala Rep. Dominicana

Fuente: IMF Working Paper WP/04/191 "A New Taxonomy of Monetary Regimes" Octubre 2004.



En el anexo 4 se presenta el capítulo IV del World Economic Outlook de septiembre de 2005, del FMI, el cual constituye una discusión teórica y empírica reciente sobre la conveniencia de adoptar un régimen monetario de metas explícitas de inflación (*Inflation Targeting*) para los países en desarrollo.

B. LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Los regímenes monetarios de *inflation targeting lite* e *inflation targeting* se basan en adoptar la inflación como el ancla nominal de la economía, en un esquema de tipo de cambio flexible.

En ese contexto, cabe reiterar que durante la última década la política macroeconómica alrededor del mundo ha experimentado profundas transformaciones debido a que el proceso de globalización de la economía demanda disciplina macroeconómica para que las economías puedan extraer el máximo beneficio de dicho proceso. En tal sentido, existe consenso respecto a que la estabilidad del nivel de precios es una condición básica para fomentar el crecimiento y desarrollo económicos, ya que una menor volatilidad en los precios relativos deriva en una asignación más eficiente de los recursos económicos.

Lo mencionado implica que el Banco Central debe concentrar y dirigir sus acciones a lograr la estabilidad del nivel de precios, ya que esto constituye el mejor aporte que la política monetaria puede hacer para propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando producción y empleo.

Cabe indicar, además, que la estabilidad de precios reduce la incertidumbre y, por lo tanto, coadyuva a que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de ahorro, inversión, producción y empleo.

La efectividad en la reducción de la incertidumbre implica que el Banco Central sea transparente y rinda cuentas sobre sus actuaciones: debe proveer al público de información oportuna y veraz acerca de la meta de inflación que se persigue alcanzar en un determinado



horizonte, lo que implica que la tasa de inflación se convierte en el ancla nominal de la política monetaria⁴⁹.

El hecho de que el objetivo fundamental del Banco Central consista en alcanzar y preservar la estabilidad del nivel de precios se sustenta no sólo en el convencimiento de que una alta inflación es dañina para el crecimiento económico, sino, además, en que la búsqueda simultánea de otros objetivos por parte de la autoridad monetaria es económicamente ineficiente y puede poner en riesgo la estabilidad misma. Es por esto que el uso del nivel general de precios como ancla nominal de la política monetaria implica y demanda la adopción de un régimen de flexibilidad cambiaria, a fin de que el tipo de cambio sea determinado por la oferta y la demanda de mercado y sobre él recaiga el ajuste del sector externo.

La importancia de focalizar la gestión monetaria de Guatemala hacia la estabilidad del nivel de precios interno, y hacer recaer el ajuste externo en el tipo de cambio implica que el Banco Central, mediante la combinación de sus distintos instrumentos, garantiza que él mismo mantenga el control sobre su ancla nominal.

La profundización de la estabilidad y eficiencia macroeconómica en Guatemala requiere, además, de la consolidación de las finanzas públicas. En efecto, la disciplina fiscal es importante no sólo para evitar que el peso de la estabilización recaiga exclusivamente en la política monetaria, lo cual podría generar distorsiones en las principales variables macroeconómicas, sino también para coadyuvar a que se produzca un ajuste eficiente del sector externo, ya que los desequilibrios fiscales, por una parte, producen un exceso de demanda agregada que, a su vez, se traduce en un incremento en las importaciones, lo cual desestabiliza la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el excesivo gasto público produce un aumento en el precio de los bienes no transables internacionalmente, aspecto que genera una apreciación del tipo de cambio real, lo cual incide negativamente en la competitividad de las exportaciones nacionales y, por lo tanto, coadyuva a profundizar el desequilibrio mencionado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Otro probable efecto

⁴⁹ Es importante puntualizar que la pérdida del ancla nominal de la política monetaria tiene altos costos económicos y sociales, ya que puede conducir a una economía hacia un proceso de alta inflación e inestabilidad económica y financiera, tal como lo muestra la evidencia de países que trataron de utilizar la política monetaria para alcanzar varios objetivos.



negativo de la indisciplina fiscal es que la misma puede propiciar el aumento de la brecha entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés internacional, lo que genera el ingreso de capitales foráneos especulativos que pueden poner en riesgo la estabilidad cambiaria y financiera del país.

Lo mencionado implica que la consolidación de la disciplina fiscal es importante para que la política monetaria alcance en forma eficiente su objetivo fundamental, así como para producir un ajuste adecuado del sector externo. En este sentido, la continuidad de la disciplina monetaria y fiscal es fundamental para que la reducción del diferencial de la tasa de interés doméstica con respecto a la externa sea sostenible, aspecto que propiciaría una movilidad gradual de capitales hacia el exterior, conllevando un ajuste también gradual en el tipo de cambio nominal, el cual, a su vez, coadyuvaría al ajuste del sector externo.

Como se puede apreciar, la consistencia de la política monetaria, basada en la existencia de un ancla nominal, es de fundamental importancia para crear las condiciones idóneas para el crecimiento ordenado y sostenible de la economía nacional; sin embargo, es necesario recalcar que dichas políticas por sí mismas no son una condición suficiente para generar en forma permanente el crecimiento y desarrollo económicos. Para ello es necesario que las políticas monetaria y fiscal disciplinadas se conjuguen con políticas de carácter estructural (como la comercial, la laboral y otras) que fomenten un mejor uso de los factores de producción, aumentando la productividad de la economía nacional.

II. PERFIL MACROECONÓMICO PARA 2006

A. PROCESO DE ADOPCIÓN DE UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN⁵⁰

Como se señaló, una tasa de inflación baja y estable es fundamental para promover un crecimiento económico eficiente y sostenido. En ese contexto, el esquema de metas explícitas de inflación constituye un marco de referencia para que la política monetaria,

⁵⁰ El contenido de este apartado se sustenta fundamentalmente en: 1) Bernanke Ben, Laubach Thoems, Mishkin Frederic y Posen Adam. Inflation Targeting : Lessons from the International Experience. 1999; 2) Banco Central de Chile. Ten Years of Inflation Targeting. November 2000; 3) Mishkin Frederic. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?. March 2004; y, 4) Bernanke Ben y Woodford Michael. The Inflation Targeting Debate. 2005.



mediante el uso y combinación de sus distintos instrumentos, procure en forma eficaz la estabilidad del nivel general de precios.

A continuación se presenta una visión general que contiene, por un lado, los aspectos conceptuales del citado esquema y, por el otro, la experiencia Internacional del mismo, incluyendo a Guatemala.

1. El rol de la información económica en el diseño y seguimiento del esquema de metas explícitas de inflación

La mayoría de estrategias de política monetaria, como la de metas de crecimiento de los agregados monetarios, hacen uso intensivo de metas intermedias (por ejemplo, el saldo del dinero en sentido reducido o en sentido amplio), que pueden ser controladas razonablemente bien por las autoridades monetarias pero que tienen sólo un efecto indirecto y una relación estadística incierta con la variable objetivo, la inflación en este caso.

Con esa base, los bancos centrales se apoyan más en variables que proveen información útil sobre la situación de la economía, conocidas como variables de información o variables indicativas, las cuales son escogidas para proyectar, debido a su capacidad de predicción. Sin embargo, cabe indicar que estas variables deben ser usadas con cautela, debido a que no hay garantía de que la información que contienen permanecerá constante en el futuro. Por lo tanto, la mejor opción es combinar el uso de variables de información con modelos de pronóstico sustentados en métodos econométricos.

a) Discrecionalidad o reglas establecidas

Durante la década de los noventa muchos bancos centrales sustentaron sus procedimientos operativos en reglas de política monetaria. Estas reglas estaban destinadas tanto a eliminar el posible sesgo inflacionario como a fortalecer la credibilidad de la política monetaria; sin embargo, la rigidez de las reglas mencionadas hizo evidente la necesidad de contar con un esquema de política monetaria que, simultáneamente, pudiese eliminar el posible sesgo inflacionario, afectase positivamente a las expectativas del público y fuese lo suficientemente flexible para res-



ponder efectivamente a los *shocks* que afectasen las economías.

El esquema de política monetaria que cumpliera con los requisitos mencionados debería lograr una solución de compromiso entre los modelos de reglas establecidas y los de discrecionalidad absoluta; es decir, debería incorporar las ventajas de ambos esquemas y evitar, en lo posible, las probables desventajas atribuidas a los mismos.

Dicha solución de compromiso emanó de la experiencia de varios países que decidieron que sus bancos centrales anunciaran públicamente metas de inflación que se comprometían a alcanzar en un horizonte determinado. Además, junto al anuncio de las metas de inflación (*inflation targeting*) se debería hacer del conocimiento de los agentes económicos los procedimientos operativos que la autoridad monetaria implementaría para alcanzar la meta anunciada.

La implementación de la política monetaria en los términos mencionados tiene la ventaja de comprometer al Banco Central a cumplir lo anunciado, lo que elimina cualquier sesgo inflacionario que pudiese derivar en una política monetaria dinámicamente inconsistente y, además, afecta positivamente las expectativas de los agentes económicos debido a que éstos cuentan con la información relevante acerca de la posible evolución de la gestión monetaria.

b) La elección del ancla nominal: un elemento crucial

En la elección del ancla nominal de la política monetaria, los gestores de la misma tienen tres opciones básicas: el tipo de cambio, un agregado monetario o la tasa de inflación.

En los países con un régimen de tipo de cambio flexible, el ancla nominal puede ser un agregado monetario (emisión monetaria, base monetaria o tasa de interés nominal). De acuerdo con este sistema, el banco central utiliza sus instrumentos, por ejemplo, las tasas de interés, para controlar los agregados monetarios que se consideran el principal factor determinante de la inflación a largo plazo. De este modo, el control de los agregados monetarios equivaldría a estabilizar la tasa de inflación en torno al valor meta, lo que asegura no



perder el ancla nominal de la economía. Evidentemente, la posibilidad de que los agregados monetarios actúen efectivamente depende, por un lado, de la estabilidad de su relación empírica con la variable meta (la tasa de inflación) y, por el otro, de su relación con los instrumentos de la política monetaria (generalmente las operaciones de estabilización monetaria).

Por otra parte, pese a la creciente integración de los mercados de capital mundiales en los últimos 20 años, y la creciente inestabilidad de las corrientes de capital desde la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992, especialmente después de las más recientes crisis financieras de Asia y América Latina, las condiciones para mantener un sistema cambiario fijo se han vuelto mucho más complicadas. En efecto, las economías en desarrollo y en transición que siguen manteniendo un tipo de cambio fijo como ancla nominal de la política monetaria son objeto de una creciente presión ya sea en *pro* de mecanismos más flexibles o bien, al otro extremo del espectro, a favor de los mecanismos de caja de conversión o de dolarización. De esa cuenta, a medida que las instituciones financieras crean sustitutos del dinero, la demanda de dinero se torna cada vez más inestable, quedando en evidencia que, aunque hay una correlación importante a largo plazo entre el dinero y la inflación, su correlación a corto plazo es difícil de precisar. En consecuencia, desde comienzos de los noventa ha ido en aumento el número de países que han adoptado metas de inflación explícitas como estrategia para la conducción de la política monetaria.

c) Aspectos operativos de la estrategia de metas explícitas de inflación

La adopción de un esquema de metas explícitas de inflación compromete al banco central a estabilizar la tasa de inflación. El proceso habitualmente comienza con un anuncio público del banco central de una meta cuantitativa explícita que se debe alcanzar en un horizonte determinado (por ejemplo, una tasa del 5% anual en un período de dos años). Luego, el banco central, que debe tener libertad para decidir cómo utilizar sus instrumentos monetarios (“independencia Instrumental”), tiene la responsabilidad de alcanzar esa meta y debe informar al público en forma periódica sobre su estrategia de política monetaria. Esta



obligación de transparencia contribuye a reducir la incertidumbre con respecto al rumbo futuro de la política monetaria y fomenta la credibilidad del banco central y la rendición de cuentas por parte de éste.

Normalmente, los bancos centrales que adoptan esta estrategia ajustan sus instrumentos (por ejemplo, las operaciones de estabilización monetaria) a un nivel que llevará las previsiones de tasa de inflación para uno o dos años más adelante. Las previsiones actúan como meta intermedia; la discrepancia entre el pronóstico y la meta fijada motiva decisiones de política que permiten cerrar la brecha.

En la práctica, el banco central habitualmente decide el rumbo futuro de la política monetaria tras una evaluación de la información proveniente de una serie de indicadores, como el pronóstico inflacionario de los modelos macroeconómicos estructurales, las previsiones generadas a partir de criterios más mecánicos (como los modelos de vectores autorregresivos) y las encuestas de las expectativas inflacionarias del mercado. Las autoridades monetarias también estudian la evolución de variables monetarias y financieras fundamentales, como el dinero y el crédito, la estructura de plazos de las tasas de interés, los precios de los activos y las condiciones del mercado de trabajo. En la medida en que más de uno de estos indicadores sugiera que la inflación futura podría superar la meta, resulta más evidente la necesidad de activar los instrumentos monetarios.

d) Importancia de la transparencia

La política monetaria es más eficaz si los mercados comprenden los objetivos de la política y los vínculos entre las medidas de política monetaria y esos objetivos. Asimismo, la transparencia transmite a los agentes del mercado la idea de que el banco central es responsable de sus resultados, lo cual, a su vez, podría incidir en la disciplina del diseño y la implementación de la política.

Cabe indicar que los bancos centrales inspirarán mayor confianza si han tenido una buena trayectoria en el logro de las metas de inflación anunciadas. En este contexto, todos los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación publican informes periódicos de política monetaria o informes

sobre la inflación, en los que indican el rumbo futuro de la política monetaria y explican las discrepancias entre la tasa de inflación observada y la fijada como meta. Para facilitar la comprensión de la estrategia del banco central, se incluyen también pronósticos de inflación y una descripción de políticas contingentes. Este anuncio anticipado reduce la probabilidad de que se malinterprete la reacción del banco ante tales contingencias.

e) Otros aspectos de la implementación

La implementación de una estrategia de metas explícitas de inflación exige que las autoridades adopten varias decisiones clave. Primero, tienen que establecer la medición de la inflación que utilizarán. Las dos opciones naturales son el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el deflactor implícito del producto interno bruto. Aunque esta última es más atractiva puesto que refleja cabalmente el concepto de inflación “interna”, el IPC ofrece ventajas operativas evidentes: es el índice más familiar para el público; habitualmente está disponible mensualmente y en forma puntual (lo que permite su control periódico) y ocasionalmente se revisa.

El segundo aspecto es decidir la meta de inflación. Existe consenso en que no es conveniente una meta inflacionaria cero, ya que la presencia de rigideces a la baja en los salarios nominales y los precios requeriría una tasa de inflación positiva para dar margen a las variaciones necesarias de los salarios reales y demás precios relativos de la economía. Una meta de inflación cero tampoco dejaría margen para que, de ser necesario, las tasas de interés reales adquiriesen signo negativo en alguna fase del ciclo económico. Ciertamente, una de las ventajas de las estrategias basadas en metas explícitas de inflación es que pueden evitar la deflación compensando el efecto de perturbaciones negativas sistemáticas en la demanda agregada.

Un tercer aspecto es decidir si se adopta una meta puntual o un intervalo meta de inflación. Usualmente, los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación han elegido una meta con un límite inferior y un límite superior de tolerancia predeterminada. Ello es así porque, debido a las



dificultades de predecir la inflación y a la incertidumbre en torno al contexto temporal preciso de los desfases naturales de los mecanismos de transmisión monetaria, podría no alcanzarse la meta puntual anunciada, lo que ocasionaría una pérdida de credibilidad. Asimismo, la meta puntual podría exigir una política monetaria muy firme para minimizar la probabilidad de incumplimiento. El intervalo meta, por su parte, requiere una decisión sobre el ancho de la banda. La banda demasiado estrecha plantea, en alguna medida, el mismo problema que la meta puntual. En cuanto a la banda demasiado ancha, aunque incrementa la probabilidad de cumplimiento de la meta, podría ser una guía poco eficaz para las expectativas.

El cuarto aspecto es la elección del horizonte temporal de la política monetaria; es decir, cuál debe ser la rapidez del trayecto hacia la meta de una inflación más baja. Tal vez inicialmente sea preferible un criterio de desinflación gradual frente a contratos de largo plazo y un ajuste de las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, la necesidad de superar la inercia en las expectativas de inflación y fomentar la credibilidad, apuntarían hacia una desinflación más acelerada.

Un último aspecto es el régimen de tipo de cambio. El régimen compatible con la estrategia de metas explícitas de inflación es el de tipo de cambio flexible, el cual permite un ajuste inmediato del sector externo. Una ventaja de la flotación es que reduce la vulnerabilidad de los países frente a repentinas crisis especulativas. Sin embargo, un problema común, sobre todo para los países con un historial de altas tasas de inflación, es el temor de que la mayor variabilidad del tipo de cambio se transfiera directamente a los precios. Cabe indicar que el tipo de cambio es un canal importante del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las depreciaciones de gran magnitud, por ejemplo, provocadas por perturbaciones de la relación de términos de intercambio o por corrientes de capital, pueden traducirse rápidamente en un aumento de los precios⁵¹.

⁵¹ La experiencia en lo que respecta al realineamiento de los tipos de cambio efectuado en 1992 en el marco del SME y a las crisis cambiarias de México, Asia y Brasil parecería indicar que las depreciaciones del tipo de cambio tienen menos consecuencias inflacionarias cuando las economías están en recesión.



f) Grado de flexibilidad que ofrece la estrategia de metas explícitas de inflación

Una de las interrogantes que plantea la estrategia de metas explícitas de inflación es si ésta proporciona flexibilidad para implementar la política monetaria o si los bancos centrales adoptan inevitablemente un enfoque “estricto”, conforme al cual el logro de la meta de inflación es el único objetivo de la política monetaria⁵². Es evidente que los bancos centrales no sólo han tratado de reducir al mínimo la brecha entre la inflación efectiva y la meta fijada, así como la variabilidad de la inflación, sino que les ha preocupado la variabilidad de la producción interna en torno al nivel potencial. Sin embargo, la preocupación con respecto a la estabilidad de la producción interna nunca debe llegar a poner en riesgo la viabilidad a mediano plazo de la meta de inflación.

En el contexto descrito, es importante tener presente que existe una relación inversa entre flexibilidad y credibilidad. Si el régimen es demasiado flexible, los objetivos de política no son creíbles. Si, por lo contrario, el régimen es excesivamente rígido, la variabilidad de la producción interna puede ser mayor que la deseable. En definitiva, se debe actuar con prudencia. Si la credibilidad es sólida desde un principio, esta relación inversa irá perdiendo fuerza, y aumentará la flexibilidad a mediano plazo. La perseverancia de las autoridades en este ámbito envía a los mercados de dinero y cambiario la señal de que el banco central goza de verdadera independencia.

2. La experiencia internacional en materia de metas explícitas de inflación

Los resultados obtenidos hasta hoy por los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación en los países industriales son satisfactorios. La concentración en la estabilidad de precios ha contribuido a una notable convergencia de las tasas de inflación de estos países. Cabe señalar que también el entorno económico internacional benigno de los últimos años y el proceso de integración internacional han contribuido en parte a esta convergencia, por lo que

⁵² Véase Svensson, L.E.O., 1999. “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics* 43, págs. 607-654.



algunos especialistas señalan que la estrategia de metas explícitas de inflación aún no ha pasado la prueba de un ciclo económico completo. Sin embargo, las autoridades que han aplicado estas estrategias han tenido que hacer frente a una serie de perturbaciones que se han registrado en las crisis de Asia, Rusia y Brasil.

a) Aspectos que afectan a los países en desarrollo

La experiencia prometedora de los pioneros en la aplicación de estrategias basadas en metas explícitas de inflación y una serie de experiencias fallidas con anclas cambiarias en Asia y América Latina han persuadido a varios países en desarrollo de la conveniencia de adoptar una estrategia similar para contener la inflación, fomentar la credibilidad y anclar las expectativas. En América Latina, Brasil, Chile, Colombia y México han abandonado las bandas cambiarias y han pasado a regímenes de tipo de cambio flotante. Estos países, al igual que otras economías emergentes, como Polonia, la República Checa, Sudáfrica y, más recientemente, Tailandia, conducen la política monetaria mediante un proceso más o menos formal de metas explícitas de inflación. Aunque la mayoría de estos países llevan poco tiempo aplicando esta estrategia, la experiencia hasta ahora resulta alentadora. Por ejemplo, Chile e Israel tienen experiencias similares; ambos países adoptaron un contexto de metas explícitas de inflación a comienzos de los noventa, cuando registraban tasas de inflación anuales cercanas al 20%. La estrategia fue implementada gradualmente y en forma flexible en ambos países, lográndose en 2004, reducir la inflación a niveles internacionales sin originar costos sustanciales en materia de producto.

La fijación de metas explícitas de inflación puede beneficiar de muchas maneras a los países en desarrollo, al establecer un instrumento de coordinación de las expectativas inflacionarias y una medida que permite juzgar el cumplimiento del compromiso de los bancos centrales. Pero los países en desarrollo tienen problemas específicos que pueden hacerles más difícil que a los países industriales la implementación de estrategias basadas en metas explícitas de inflación. Primero, muchos países en desarrollo aún registran tasas de inflación relativamente elevadas, de modo que



es más difícil prever con precisión la inflación futura. En consecuencia, las probabilidades de no cumplir la meta de inflación son mayores que en los países desarrollados. Segundo, el grado de impacto de las variaciones cambiarias sobre los precios (que tiende a ser mayor en los países en desarrollo) y la generalización de mecanismos de indexación explícitos e inclusive implícitos, dan lugar a una considerable inercia inflacionaria. Tercero, uno de los requisitos previos de la fijación de metas explícitas de inflación es que no exista ningún compromiso con respecto a otra meta nominal (por ejemplo, el tipo de cambio). Dado que en muchos países en desarrollo hay una gran proporción de activos y pasivos denominados en moneda extranjera, una variación cambiaria significativa podría afectar adversamente la inflación. Cuarto, en muchos países en desarrollo, la independencia del banco central es más teórica que real, pues sus decisiones siguen básicamente regidas por la necesidad de financiar el déficit fiscal, de manera que todavía persiste cierto predominio fiscal. Muchos países en desarrollo han reducido sustancialmente el déficit del gobierno central, pero algunos tienen todavía pasivos contingentes que abarcan obligaciones de las municipalidades, de las empresas públicas y del propio banco central que amenazan la situación fiscal consolidada del sector público. En tales circunstancias, los bancos centrales podrían vacilar por razones fiscales ante la posibilidad de tener que elevar las tasas de interés para contener la inflación. Por último, algunos países en desarrollo podrían encontrar dificultades para cumplir los complejos requisitos de información y de formulación de pronósticos de inflación (por ejemplo, informes sobre los principales indicadores y modelos econométricos fiables). Pese a estos problemas, las estrategias basadas en tasas de inflación explícitas parecen prometedoras para los países en desarrollo, pues ofrecen una serie de ventajas operativas y obligan a los encargados de la formulación de políticas a profundizar las reformas y aumentar la transparencia y mejorar la orientación fiscal.



b) El desarrollo del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala⁵³

En 1991, por primera vez en la historia del Banco de Guatemala se define y anuncia una meta explícita de inflación, la cual, para ese año, se fijó en 15% (aunque al final del año se registró 10.03%). En 1992, se dio a conocer una tasa de inflación esperada de 8%. Cabe indicar que en dicho año se eliminaron subsidios y restricciones cambiarias y se unificó el mercado cambiario, con un tipo de cambio flexible. En 1993, otra vez se estableció una meta de inflación (8%). Cabe indicar que en el referido año se adoptó un mecanismo de venta pública de divisas que fijaba precios según las condiciones del mercado. En 1994, nuevamente se fijó una meta de inflación y se flexibilizó aún más el mercado cambiario de divisas. En 1995 y 1996, explícitamente se anunció por primera vez que el objetivo central de la política monetaria consistiría en lograr la estabilidad del nivel de precios, para ello se especificó una meta de inflación en un rango de entre 8% y 10%; estableciéndose metas intermedias para activos externos, activos internos y oferta monetaria. En ambos años, el esquema cambiario continuó flexibilizándose y adaptándose para que recogiera mejor los precios del mercado. En 1997, empezó a relegarse, de alguna manera, el encaje bancario, dándole privilegio a las operaciones de mercado abierto como instrumento de control monetario. En 1999 y 2000 se anunció un rango de inflación de entre 5% y 7%, en tanto que desde 2001 hasta la fecha, el rango meta de inflación ha sido de entre 4% y 6%.

⁵³ Una evaluación detallada de este tema se encuentra en: International Monetary Fund, Bank of Guatemala: Assessing Progress in The Implementation of an Inflation Targeting Regime. September 2004; y en Edwards, Sebastián y Rodrigo Vergara. Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala, noviembre 24, 2004.

Guatemala: Resultados en Metas de Inflación Anunciadas
Período: 1990 - 2004

Años	Meta de Inflación			Inflación observada	Desviación en puntos
	Punto fijo	Rango de la Meta			
		Mínimo	Máximo		
1990					
1991	15			10.03	-4.97
1992	8			14.22	6.22
1993	8			11.64	3.64
1994	8			11.59	3.59
1995		8	10	8.61	
1996		8	10	10.85	0.85
1997		8	10	7.13	-0.87
1998		6	8	7.48	
1999		5	7	4.92	-0.08
2000		5	7	5.08	
2001		4	6	8.91	2.91
2002		4	6	6.33	0.33
2003		4	6	5.85	
2004		4	6	9.23	3.23

Cabe señalar que en 2000 se producen cambios importantes en la forma como la Junta Monetaria determinaba la política, ya que estableció una serie de variables indicativas. A partir de ese momento, si bien la emisión monetaria continuó siendo la principal variable indicativa, se adicionaron los indicadores siguientes: tasas de interés, crédito bancario al sector privado, tipo de cambio real, inflación subyacente, índice de condiciones monetarias y una tasa denominada Parámetro, que refleja una formulación muy parecida a una Regla de Taylor.

Las referidas variables indicativas se adoptaron como guías para orientar las decisiones en materia de política monetaria debido, entre otros factores, a que los agregados monetarios (por razones de innovación financiera) habían perdido mucho de su valor informativo. Cabe enfatizar que entre esas variables indicativas se adoptó, como se indicó, una especie de Regla de Taylor, la que incluyó, además de los factores de brecha de producción y de brecha inflacionaria, uno de brecha de tipo de cambio.

Adicionalmente, cabe indicar que desde 1994 la Constitución Política de la República prohíbe al Banco Central otorgar crédito al gobierno. Esta medida, en



combinación con la fijación de una meta anual de inflación, con la gradual flexibilización del régimen cambiario y con el monitoreo de variables indicativas de la política, empezó a configurar un marco de política monetaria orientado al establecimiento de un esquema monetario de metas explícitas de inflación.

Por otra parte, cabe indicar que el marco legal necesario para un esquema de metas explícitas de inflación fue sustancialmente mejorado con la aprobación de la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala, la cual, entre otros aspectos, regula lo relativo al objetivo fundamental del Banco Central, dándole prioridad a la estabilidad en el nivel general de precios; fortalece su autonomía formal, operativa y financiera (restauración patrimonial); delimita su papel de prestamista de última instancia; le asigna importancia a su responsabilidad de vigilar el sistema de pagos; lo obliga a aumentar su transparencia en cuanto a difundir reportes sobre los resultados en materia de inflación; lo obliga a la rendición de cuentas mediante la comparecencia del Presidente del Banco Central ante el Congreso de la República dos veces al año a rendir los informes correspondientes; y, privilegia el uso de instrumentos indirectos de política monetaria, en particular, las operaciones de mercado abierto.

Cabe señalar que en 2005 se introdujeron modificaciones en lo que respecta a operaciones de estabilización monetaria con el propósito de aumentar la eficiencia de la política monetaria; entre éstas se pueden mencionar: i) fijación de una sola tasa de interés líder para las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo (CDPs a 7 días plazo); ii) calendarización de las decisiones del Comité de Ejecución respecto a cambios en la tasa de interés líder a la fecha posterior más próxima al día 15 de cada mes; iii) reducción del número de licitaciones; y iv) fijación de cupos para las captaciones de CDPs que se coloquen por medio del mecanismo de licitación.

Por otra parte, en 2005 el Banco de Guatemala ha participado en el mercado cambiario por medio de una regla para la compra de divisas, que está orientada a reducir la discrecionalidad en la intervención del Banco Central en dicho mercado y cuyo objetivo consiste en moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia.



Asimismo, en lo concerniente a las proyecciones de variables macroeconómicas para una mejor conducción de la política monetaria, actualmente se está desarrollando un Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), cuyo propósito es ayudar al Banco Central en la interpretación del estado de la economía y en la toma de decisiones de política que contribuyan al logro de su objetivo fundamental. El MMS consiste en un sistema de ecuaciones que permite cuantificar la dirección y magnitud de las relaciones entre las principales variables macroeconómicas, así como la evolución previsible de las mismas, tomando en cuenta la reacción de los agentes económicos ante las decisiones de política monetaria del Banco Central. De esta forma, el MMS se ha diseñado como un marco analítico que permita discutir de manera más precisa y ordenada la implementación de acciones de política para combatir las diversas presiones inflacionarias. Este modelo se ha construido con la asistencia del Fondo Monetario Internacional al Banco de Guatemala en materia de adopción del esquema de metas explícitas de inflación, aunque con las limitaciones estadísticas importantes que dificultan la plena adopción del referido esquema monetario, aspecto en el cual se continúa trabajando.

B. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS RELEVANTES PARA LA POLÍTICA MONETARIA⁵⁴

1. Del sector real para 2006

El crecimiento económico sostenible requiere no sólo de estabilidad macroeconómica, sino que fundamentalmente, de políticas institucionales y estructurales eficientes que permitan una mayor productividad, basada en la mayor calidad de los factores que intervienen en el proceso productivo.

En ese contexto, la existencia de una economía dinámica y resistente ante *shocks* económicos, requiere que preexistan una política monetaria disciplinada, una política fiscal equilibrada y una base institucional y estructural adecuada que constituyan la plataforma del crecimiento sostenible.

⁵⁴ En anexo 3 se presenta información estadística observada, estimaciones para 2005 y perspectivas para 2006 y 2007 de los sectores real, monetario, externo y fiscal.



Para 2006 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 4.4%, tasa superior a la esperada en 2005 (3.2%) y por primera vez, superior a la tasa de crecimiento promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%).

En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica se fundamenta, por una parte, en que no obstante la desaceleración económica mundial observada a partir de 2005, todavía se esperan tasas de crecimiento favorables para la economía de los Estados Unidos de América, así como para la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala, y, por la otra, en la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana -TLC- (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

Con relación a los efectos del TLC en el crecimiento económico del país, el Fondo Monetario Internacional -FMI-⁵⁵ concluye que además de generar un impulso para el crecimiento, el TLC podría representar un punto de inflexión en la integración de la región con la economía mundial e indica que éste podría beneficiar el crecimiento de diversas maneras en los países de América Central, como ocurrió para los países signatarios del Tratado de Libre Comercio de América del Norte -TLCAN-. En ese sentido, Hilaire y Yang (2003) utilizando un modelo de Equilibrio General Competitivo -EGC- para examinar los beneficios respecto del crecimiento que podría generar el TLC, concluyen que el PIB de los países de América Central inicialmente podría aumentar 0.7 puntos porcentuales anuales, adicionales a lo que crecerían en un escenario sin TLC, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales.

Por su parte, el Banco Mundial⁵⁶ -BM- estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de América Central al incrementar las inversiones, extranjeras y nacionales, así como al aumentar las exportaciones e importaciones, que a su vez, podrían ayudar a acelerar la transferencia de tecnología del extranjero. En este sentido, dicho organismo realizó dos estudios. En el

⁵⁵ América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional. FMI, 2005.

⁵⁶ EL CAFTA-DR: Desafíos y Oportunidades para América Central. BM, agosto 2005. Página 186.



primero de ellos, las estimaciones econométricas consideradas indican la posibilidad de que las condiciones económicas por sí mismas determinen la probabilidad de firmar un acuerdo de libre comercio, y sugiere que las economías que firman acuerdos de libre comercio, durante los primeros cinco años después de su implementación, tienden a incrementar sus índices anuales de crecimiento en aproximadamente 0.6 puntos porcentuales adicionales a los que registrarían en un escenario sin TLC. En el segundo estudio, el BM, a través de un modelo utilizado por Berthelon (2003)⁵⁷, concluye que el efecto de los tratados de libre comercio regionales determinan un impacto positivo y significativo en el crecimiento. Según este último modelo, el TLC añadiría alrededor de 0.8 puntos porcentuales al crecimiento anual, si todas las demás variables permanecen constantes. Agrega el BM que ese crecimiento dependerá de los cambios estructurales e institucionales que se hagan en los países signatarios del tratado.

En relación a lo indicado, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en un análisis econométrico, estiman que el impacto del referido Tratado sobre la tasa de crecimiento del PIB real del país podría ubicarse entre 0.6 y 1.0 puntos porcentuales adicionales por año (Véase Anexo 1).

En el orden interno, el crecimiento esperado se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora de las expectativas de los agentes económicos, derivadas del inicio de algunos de los llamados megaproyectos anunciados por el Gobierno de la República⁵⁸; y, en el impulso que promoverá la realización de las labores de reconstrucción en las áreas afectadas por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*, como consecuencia de mayores niveles de inversión pública y privada.

A nivel de sectores productivos, se prevé que éstos registren un comportamiento positivo y más dinámico que el año anterior, con excepción del sector de

⁵⁷ Modelo que calcula los efectos de los acuerdos de libre comercio regional en el crecimiento, utilizando una variable ficticia para el período en el que el país entra en dicho acuerdo, ponderando el tamaño del porcentaje del PIB mundial representado por los socios comerciales del tratado y creando una variable que toma la relación del tamaño en porcentaje del propio país en el PIB mundial.

⁵⁸ Los decretos números 88-2005 y 89-2005 aprobados el 16 de noviembre de 2005 por el Congreso de la República, contemplan la ejecución de los proyectos viales de la “Franja Transversal del Norte” y del “Anillo Periférico Metropolitano”. Dichos proyectos fueron aprobados el 30 de noviembre por el Organismo Ejecutivo, y publicados en el diario oficial el 1 de diciembre del año en curso.



propiedad de vivienda, que se estima tendrá una tasa de crecimiento ligeramente inferior a la prevista para 2005.

Para el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.4% en el PIB) se estima un crecimiento de 3.1%, mayor al previsto para 2005 (2.4%). Este comportamiento más dinámico estaría influenciado, principalmente, por el mayor crecimiento de la producción de cardamomo y de caña de azúcar; por el crecimiento, aunque menos dinámico, de la producción de banano; y por el leve incremento esperado de la producción de maíz. Cabe mencionar que, de acuerdo con apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores, así como del MAGA y de la CONAGRAB, no se espera una reducción en la producción de maíz, caña de azúcar, banano, ajonjolí, café y hortalizas, como consecuencia de las secuelas de la tormenta tropical Stan. Respecto a la producción de ajonjolí se estima que ésta se normalizará en los primeros meses de 2006.

En el caso de la producción de café, según ANACAFÉ, se estima que el próximo año esta actividad continuará siendo afectada por el exceso de oferta mundial y por la incertidumbre en la tendencia de los precios del grano en el mercado internacional. Cabe agregar que, aun cuando se espera que en 2006 el precio medio de exportación de café sea alrededor de US\$103.00 por quintal, inferior al de 2005 (US\$105.56 por quintal) éste continuará siendo superior al que prevaleció en el mercado internacional en el período 1995-2001 (alrededor de US\$100.00 por quintal).

En cuanto a la producción de cardamomo, se espera que ésta para 2006 crezca 6.3% (3.7% en 2005). Según CARDEGUA, el mayor dinamismo previsto se explicaría por un aumento en la recolección del aromático, asociada a un incremento previsto de la demanda mundial, así como a una recuperación esperada en el precio internacional.

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que ésta crecerá 6.8% (8.8% en 2005). Dicho crecimiento sería resultado, en parte, porque se prevé una ampliación de 200 hectáreas en el área sembrada, proyecto que está desarrollando BANDEGUA en la región del río Motagua, municipio Los Amates, departamento de Izabal; asimismo, porque productores



independientes que proveen a la empresa exportadora Dole (Standard Fruit de Guatemala), están desarrollando la siembra de nuevas plantaciones en la costa sur del país (Ocós, San Marcos).

En la producción de caña de azúcar, se espera un crecimiento de 6.0%, comportamiento más dinámico al 0.2% esperado para 2005. Según ASAZGUA, para la zafra 2005/2006 se prevé una producción de 415.6 millones de quintales, mayor en 23.6 millones de quintales a la de la zafra 2004/2005, comportamiento que se asocia al incremento previsto en la demanda mundial del edulcorante.

Por su parte, de acuerdo con estimaciones de CONAGRAB, tanto la producción de maíz como la de frijol crecerán 2.0% y 2.5%, respectivamente (-4.4% y 3.0% en el mismo orden, para 2005). El comportamiento previsto en la producción de maíz se asocia a la recuperación esperada en las áreas de cultivo afectadas por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*; en tanto que para el caso del frijol el crecimiento estaría asociado a la utilización de semillas mejoradas proporcionadas por CONAGRAB, así como al aumento previsto en la demanda.

En el caso del sector *industria manufacturera* (con una participación de 12.5% en el PIB), se espera un crecimiento de 3.8%, porcentaje superior al esperado para 2005 (2.7%). Tal comportamiento se asocia a un aumento esperado en las exportaciones de productos industriales, principalmente, a los mercados estadounidense y centroamericano, ante las expectativas de que continúe el dinamismo de sus economías, así como a la entrada en vigencia del TLC y la negociación de nuevos tratados comerciales. Así también, se estima que los mayores niveles de inversión tanto pública (megaproyectos y tarea de reconstrucción) como privada (concesiones, viviendas, centros comerciales, y otros) se refleje en una mayor demanda de productos industriales y otros asociados a ésta (cemento, block, hierro, metal mecánica, y otros).

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 24.5% en el PIB), se estima que en 2006 registre una tasa de crecimiento de 3.4% (2.6% en 2005), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo previsto en los sectores *agricultura, silvicultura, caza y pesca e industria*



manufacturera, así como en el comportamiento positivo de las importaciones.

En el sector *minas y canteras* se espera un crecimiento de 4.6% (1.3% de caída en 2005). El mayor dinamismo de este sector estaría asociado a la normalización paulatina de la producción en los campos petroleros, que actualmente se encuentran pendientes de adjudicación, así como al aumento de la demanda de piedrín y arena por parte de la construcción tanto pública como privada.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 6.3% (3.5% en 2005), el cual se asocia, principalmente, a una mayor demanda de energía eléctrica, derivada del mayor crecimiento esperado en los sectores *comercio al por mayor y al por menor, industria manufacturera y servicios privados*.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé que registre un crecimiento de 9.3% (8.4% en 2005). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en el subsector transporte, el cual presenta un mayor dinamismo, al pasar de un crecimiento de 7.1% en 2005 a uno de 7.7% en 2006, asociado, principalmente, a la incorporación prevista de nuevas unidades en el transporte extraurbano de pasajeros, además de la entrada en funcionamiento del proyecto Transporte Metropolitano -TRANSMETRO⁵⁹-; al incremento esperado en el transporte acuático de carga y de pasajeros; y, al aumento previsto en el transporte urbano de taxis. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 45.5% del sector, se espera que registre un crecimiento de 11.3% en 2006 (10.2% en 2005), derivado del aumento previsto en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, para la ampliación de los servicios de telefonía y de Internet.

El sector *construcción*, por su parte, se espera registre una tasa de crecimiento de 12.6% (3.0% en 2005), como resultado de un incremento de 9.1% en la construcción pública (24.9% de caída en 2005) y de un crecimiento de 14.7% en la construcción privada (31.0% en 2005). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia, principalmente, a las tareas de reconstrucción nacional (carreteras, puentes, escuelas y centros de salud), así como a un mayor ritmo de

⁵⁹ Según información de la Empresa Municipal de Transporte -EMETRA- se tiene previsto que principie a funcionar en 2006.



ejecución de proyectos de infraestructura, tal el caso de los megaproyectos de la Franja Transversal del Norte y del Anillo Periférico Metropolitano, los cuales fueron aprobados en noviembre de 2005. Cabe agregar que para 2006 también se prevé el inicio de la remodelación del aeropuerto internacional La Aurora y del Puerto de Champerico.

En el caso de la construcción privada, el resultado se asocia al aumento esperado en el número de licencias autorizadas para la construcción de edificios de apartamentos, centros comerciales, instalaciones industriales (parque industrial Tecno Park) e instalaciones hoteleras (cinco hoteles del Instituto de Recreación de los Trabajadores -IRTRA- en Retalhuleu).

En cuanto al sector *banca, seguros y bienes inmuebles* se prevé que en 2006 registre una tasa de crecimiento de 3.7% (2.1% en 2005), asociada a un comportamiento más dinámico en la intermediación financiera, como consecuencia del mayor crecimiento esperado en la actividad económica.

En lo que respecta al sector *administración pública y defensa*, se espera que éste registre una tasa de crecimiento de 3.6% (2.3% en 2005). Este resultado se explicaría, principalmente, por el incremento previsto en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado Ejercicio Fiscal 2006, en el rubro de remuneraciones⁶⁰.

Para el sector de *propiedad de vivienda* se espera una tasa de crecimiento de 2.4%, ligeramente inferior a la estimada para 2005 (2.5%); en tanto que para el sector de *servicios privados*, se estima una tasa de crecimiento de 3.8%, superior a la prevista para 2005 (3.6%).

⁶⁰ En materia de seguridad, educación y tareas de reconstrucción.



ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO AÑOS 2005 - 2006 (Millones de quetzales de 1958)				
CONCEPTO	2005 e/	2006 p/	Tasas de variación	
			2005	2006
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5.746.9</u>	<u>5.997.8</u>	<u>3.2</u>	<u>4.4</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,305.2	1,346.3	2.4	3.1
Explotación de minas y canteras	27.5	28.8	-1.3	4.6
Industria manufacturera	723.2	750.4	2.7	3.8
Construcción	74.9	84.4	3.0	12.6
Electricidad y agua	255.7	271.7	3.5	6.3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	685.2	749.2	8.4	9.3
Comercio al por mayor y al por menor	1,422.9	1,472.0	2.6	3.4
Banca, seguros y bienes inmuebles	280.8	291.3	2.1	3.7
Propiedad de vivienda	266.3	272.6	2.5	2.4
Administración pública y defensa	358.7	371.4	2.3	3.6
Servicios privados	346.5	359.7	3.6	3.8

e/ Cifras estimadas
p/ Cifras proyectadas
Nota: Por razones de aproximación algunas cifras pueden presentar leves diferencias.

2. Del sector real para 2007

Para 2007 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 4.7%, tasa superior a la esperada para 2006 (4.4%). Este comportamiento encontraría sustento, en el orden externo, en un entorno favorable derivado de la evolución que se esperaría en la economía de los socios comerciales del país, principalmente, por el crecimiento esperado en los Estados Unidos de América; de la consolidación de los beneficios asociados a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana; y, de la



suscripción y entrada en vigencia de otros tratados comerciales. En el orden interno, el crecimiento esperado se vería favorecido por las perspectivas positivas que generarían el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y en la continuidad en la ejecución de los megaproyectos.

Los sectores productivos que podrían recibir el mayor beneficio de una mayor apertura comercial externa y de un mercado interno más amplio serían: *agricultura, silvicultura, caza y pesca; industria manufacturera; comercio al por mayor y por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y, servicios privados.*

ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO AÑOS 2006 - 2007 (Millones de quetzales de 1958)				
CONCEPTO	2006 p/	2007 p/	Tasas de variación	
			2006	2007
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,997.8</u>	<u>6,282.3</u>	<u>4.4</u>	<u>4.7</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,346.3	1,396.8	3.1	3.8
Explotación de minas y canteras	28.8	31.1	4.6	8.0
Industria manufacturera	750.4	780.4	3.8	4.0
Construcción	84.4	92.0	12.6	9.0
Electricidad y agua	271.7	292.1	6.3	7.5
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	749.2	820.4	9.3	9.5
Comercio al por mayor y al por menor	1,472.0	1,526.5	3.4	3.7
Banca, seguros y bienes inmuebles	291.3	302.6	3.7	3.9
Propiedad de vivienda	272.6	280.5	2.4	2.9
Administración pública y defensa	371.4	386.3	3.6	4.0
Servicios privados	359.7	373.6	3.8	3.9

p/ Cifras proyectadas
Nota: Por razones de aproximación algunas cifras pueden presentar leves diferencias.



3. Del sector externo

a) De la economía mundial

Según consideraciones y proyecciones que realiza el Fondo Monetario Internacional (FMI)⁶¹ sobre la recuperación del crecimiento global, se espera que para 2006 el ritmo de crecimiento disminuya levemente a principios del año, para luego terminar manifestando un nivel similar al estimado para 2005; es decir, un crecimiento de 4.3%. Entre los riesgos más importantes para las perspectivas a mediano plazo, cabe destacar el impacto del desequilibrio del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos de América y la incertidumbre sobre el comportamiento de los precios del petróleo.

De acuerdo con las proyecciones del FMI, los Estados Unidos de América crecerán 3.3% en 2006, consolidando la fortaleza del crecimiento mostrada durante los años 2004 (4.2%) y 2005 (3.5%). Lo anterior es producto de un fuerte sustento del consumo privado gracias a la mejoría del empleo y del ingreso disponible, así como de la mayor riqueza inmobiliaria. Sin embargo, se espera que el crecimiento del consumo personal disminuya en el segundo semestre de 2005 y a principios de 2006, como consecuencia de los altos precios del petróleo, de la reciente contracción monetaria y de las perturbaciones provocadas por el huracán *Katrina*. Otro factor de apoyo al crecimiento lo constituye la leve mejoría en la inversión fija que se ve reflejada en los sanos balances y estados financieros, como en la alta rentabilidad que las empresas han mostrado hasta ahora. Por lo tanto, se espera que el crecimiento del PIB de los Estados Unidos de América continúe siendo el más sólido de los países del G-7. Por aparte, se espera que el déficit en cuenta corriente se mantenga alrededor de 6% respecto al PIB, durante el resto de la década.

En el área del euro se estima un crecimiento de 1.8% en 2006, ritmo levemente mayor al estimado para 2005 (1.2%). Las perspectivas en esta área son inciertas, ya que los indicadores de confianza siguen siendo moderados; sin embargo, los últimos datos revelan un fortalecimiento, especialmente en las exportaciones y en el sector manufacturero. Por otro lado, el hecho de que las corporaciones muestran, hasta ahora, pocas intenciones de invertir sus utilidades en

⁶¹ International Monetary Fund. World Economic Outlook. September, 2005



aquella zona, acentúa el riesgo de un período más extenso de poca fortaleza. Concretamente, la falta de dinamismo interno significa que la zona del euro es susceptible a choques externos como la carestía del petróleo, la apreciación de su moneda o un repunte de las tasas de interés mundiales.

En Japón, las perspectivas de crecimiento se mantendrán en 2.0% para 2006, mismo ritmo que en 2005. En el sector fiscal se espera una reducción en el déficit presupuestario durante 2006 hasta alcanzar un equilibrio presupuestario primario para 2010. No obstante, se necesitará un ajuste fiscal de aproximadamente 0.5% del PIB al año para equilibrar las finanzas del seguro social. Sin embargo, alcanzar este objetivo podría no ser suficiente para estabilizar la deuda pública en el mediano plazo y podría necesitarse una consolidación fiscal más ambiciosa de alrededor de 0.75% del PIB al año.

En las economías emergentes de Asia el crecimiento regional del PIB se proyecta en alrededor de 7.2% para 2006. Dicho comportamiento continúa influenciado por la pauta que imponen la República Popular China e India, cuyas tasas de crecimiento se estiman en 8.2% y 6.3% en 2006, respectivamente. Entre los principales retos para la República Popular China en el futuro destacan: contener la inversión y mejorar la calidad de sus productos, así como avanzar en el proceso de flexibilización cambiaria⁶². En la India, la actividad económica no será tan dinámica como en los dos últimos años y rondará el 6.3% en 2006, según las previsiones. La enérgica demanda interna motivada por la reactivación industrial, más el alza del precio del petróleo, han provocado un deterioro del saldo comercial, pero el vigor de las exportaciones de servicios y las remesas contribuirá a limitar el impacto en el déficit en cuenta corriente.

Para la Comunidad de Estados Independientes las perspectivas son favorables, se espera que esta región tenga un crecimiento robusto de 5.7% en 2006, con el consumo personal manteniéndose como la principal fuerza impulsora de dichas economías, así como el mejoramiento en materia fiscal que se espera en varios países. A pesar de esto, el superávit en cuenta corriente de la región se proyecta que se mejore hasta situarse cercano al 10.5% como porcentaje del PIB en 2006. Lo

⁶² Se prevé que la gestión de la política monetaria para el próximo período estará apoyada, en parte, por las reformas cambiarias adoptadas en julio de 2005.



anterior, como consecuencia del incremento en los precios del petróleo.

Las perspectivas para el Medio Oriente siguen siendo favorables, influenciadas por las expectativas en el mercado petrolero, cuyas exportaciones incrementarían el superávit en la cuenta corriente regional a 23.5% del PIB. Lo anterior, combinado con prudentes políticas financieras y con la producción petrolífera cerca de su capacidad, coadyuvaría a que se alcance una tasa de crecimiento de 5.0% para 2006.

En cuanto al Hemisferio Occidental⁶³, se proyecta que la expansión económica pueda continuar siendo sólida, con un crecimiento esperado de 3.8% para 2006 y se considera que el crecimiento será sostenido por las demandas externa y doméstica. En particular, la disponibilidad del financiamiento externo es menos probable que se convierta en una restricción para sostener una baja inflación, pues el crecimiento ha sido conducido a un grado importante con exportaciones geográficamente bien diversificadas y con el aumento en los términos de intercambio. Algunos países de la región están obteniendo superávit en sus cuentas corrientes y se espera que el superávit regional alcance, en promedio, más de 0.5% del PIB en 2006.

Para América Central, se estima que la región crecerá 3.2% para 2006, mismo pronóstico para el presente año. Esto refleja el hecho de que, por un lado, se espera una reducción en el crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América y, por el otro, a una probable reducción en la confianza de los inversionistas a causa de la incertidumbre política creciente en varios países del área. Por otro lado, se estima que la ratificación del Acuerdo de Libre Comercio entre Estados Unidos y Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA por sus siglas en inglés) ha influido en las expectativas de los agentes económicos y que contribuya a dar impulso a la inversión.

En África se espera un acelerado crecimiento del 5.9% en 2006, cifra que de ser alcanzada, produciría la expansión económica más fuerte en el Sub-Sahara de

⁶³ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los siguientes países: Antigua y Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Antillas Holandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

África desde los años setenta. En particular, la instalación de nuevas plantas de producción petrolífera en Angola y Mauritania aumentaría substancialmente el crecimiento en estos países en 2006, así también se espera que dicha producción petrolífera aumente en Nigeria.

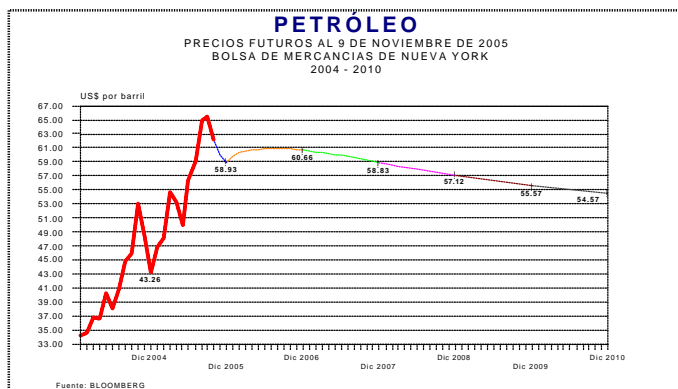
Entre los riesgos para lograr crecimiento sostenido en la mayor parte de los países de la economía mundial, destaca el precio internacional del petróleo, cuya volatilidad y tendencia al alza, continúan siendo un alto riesgo para la economía mundial, sobre todo, después de la escalada de precios provocada por los huracanes *Rita* y *Katrina*. Sin embargo, el efecto en el crecimiento mundial ha sido moderado, ya que gran parte de las alzas han sido provocadas por incrementos en la demanda más que por disminuciones en la oferta.

Por otro lado, para los países emergentes no exportadores netos de petróleo, los riesgos continúan siendo altos, sobre todo donde se adoptaron subsidios fiscales y otras medidas que retardaran los efectos del alza.

Según datos de la Bolsa de Mercancías de New York, las cotizaciones del mercado a futuro del petróleo muestran una tendencia a la baja, la cual podría indicar que el precio se revierta en 2006, proporcionando una oportunidad de baja en la inflación global y de reducción en los costos en actividades productivas.

Por último, según el FMI, el comportamiento en el nivel global de precios para 2006 presenta expectativas inflacionarias bien ancladas. En efecto, para ese año se espera que la inflación en las economías avanzadas alcance 2.0%, menor al nivel estimado para 2005 (2.2%); asimismo, en el Hemisferio Occidental la inflación disminuirá de 6.3% en 2005 a 5.4% en 2006. Por su parte, la República Popular China observará una mayor tasa de inflación en 2006 (3.8%) a la que se espera para 2005 (3.0%). Por otro lado, el volumen de comercio, congruente con la actividad económica estimada y el avance en algunas negociaciones comerciales, se espera sea mayor al estimado para el presente año (7.0%) y alcance un crecimiento de 7.4% en 2006.

Gráfica No. 62





**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
EXPECTATIVAS PARA 2005 Y 2006
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2005***	2006***
Economía mundial	4.3	4.3
Economías avanzadas	2.5	2.7
Estados Unidos de América	3.5	3.3
Área del euro	1.2	1.8
Japón	2.0	2.0
Economías emergentes de Asia*	7.8	7.2
República Popular China	9.0	8.2
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.4	6.1
África	4.5	5.9
Medio Oriente	5.4	5.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.1	3.8
Argentina	7.5	4.2
Brasil	3.3	3.5
Chile	5.9	5.8
México	3.0	3.5
Venezuela	7.8	4.5
Europa Central y del Este	4.3	4.6
Comunidad de Estados Independientes	6.0	5.7
Volumen de Comercio	7.0	7.4
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	2.2	2.0
Estados Unidos de América	3.1	2.8
Área del euro	2.1	1.8
Japón	-0.4	-0.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.3	5.4
Economías emergentes de Asia*	3.9	4.4
República Popular China	3.0	3.8
Países de la Comunidad de Estados Independientes	12.6	10.5

* Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

***Fuente:International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, September 2005.

b) De la balanza de pagos para 2006

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas, la balanza de pagos de Guatemala para 2006 prevé un aumento de reservas monetarias internacionales netas por US\$175.0 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$1,584.0 millones, sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para el citado año, el cual se ubicaría en US\$1,409.0 millones, equivalente a 3.8% del producto interno bruto (4.1% en 2005).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$3,797.4 millones, mayor en US\$426.6 millones (12.7%) al estimado para 2005. Dicho resultado estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$52.6 millones (4.4%) y por el aumento en el valor de las



exportaciones de otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$374.0 millones (17.3%). Las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo en US\$215.5 millones (15.4%). Por su parte, los otros productos que se destinan al resto del mundo estarían aumentando en US\$158.5 millones (20.7%).

En el caso del valor de las exportaciones de los principales productos, el aumento de 4.4% se explicaría, en parte, por un alza en el valor de las exportaciones de café, al pasar de US\$467.3 millones en 2005 a US\$488.2 millones en 2006, como consecuencia, principalmente, de que el volumen exportado sería de 4,740.0 miles de quintales, superior en 313.2 miles de quintales (7.1%) respecto de lo estimado en 2005. En lo concerniente al valor exportado del azúcar, se estima que éste se sitúe en US\$217.6 millones, mayor en US\$12.0 millones (5.8%) respecto de 2005, como resultado de un mayor volumen de exportación.

En el caso del banano, el valor exportado se esperaría que se sitúe en US\$266.1 millones, mayor en US\$29.0 millones (12.2%) al valor estimado para 2005. Este resultado estaría explicado, básicamente, por un aumento en el volumen de exportación, el cual pasaría de 22,474.7 miles de quintales en 2005 a 24,750.0 miles de quintales en 2006. Por último, en lo que respecta al petróleo, se esperaría una disminución en su valor de exportación al pasar de US\$226.4 millones en 2005 a US\$209.0 millones en 2006, como resultado de la recuperación de las condiciones de oferta del crudo en el mercado internacional.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones estaría ubicándose en US\$9,719.9 millones, mayor en US\$888.8 millones (10.1%) al valor estimado en 2005. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica para 2006 (4.4%). En el valor de las importaciones destacaría el aumento en los rubros siguientes: maquinaria, equipo y herramienta (13.7%); materias primas y productos intermedios (12.8%); materiales de construcción (8.2%); y, bienes de consumo (9.0%).

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para el próximo año, la balanza comercial



registraría un déficit de US\$5,922.5 millones, mayor en US\$462.2 millones (8.5%) al valor estimado en 2005.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$840.5 millones, mayor en US\$175.1 millones (26.3%) respecto del superávit previsto en 2005, principalmente por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento en el superávit previsto en los rubros de Turismo y Viajes (17.8%) y en los servicios misceláneos, que incluye bienes para transformación -maquila- (11.5%).

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$3,673.0 millones, mayores en US\$180.7 millones (5.2%) a las estimadas en 2005, debido a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$1,584.0 millones, superior en US\$31.4 millones (2.0%) al valor estimado en 2005. En dicho resultado destaca el aumento en el capital oficial y bancario por US\$361.9 millones, debido a mayores desembolsos por concepto de endeudamiento externo. Por su parte, se esperaría que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado se reduzca en US\$332.7 millones (22.6%), debido a que el incremento esperado en la inversión extranjera directa no sería suficiente para compensar la leve disminución prevista en el capital de corto plazo.

En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas aumentarían en US\$2.2 millones (1.6%) al situarse en US\$141.3 millones, asociado a las donaciones que el gobierno recibiría del resto del mundo.

Como resultado del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría, como se indicó, un incremento de reservas internacionales netas de US\$175.0 millones. Con el aumento en el nivel de dichas reservas y tomando en cuenta el aumento proyectado en las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 4.4 (4.7 en 2005), nivel que seguiría reflejando una sólida posición externa. Incluso si se deducen las



obligaciones de corto plazo del gobierno por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales⁶⁴, ya que éste sería de alrededor de 3.5 meses de importaciones.

El nivel de reservas internacionales netas, al 31 de diciembre de 2006, se situaría en US\$3,953.0 millones, representaría también el equivalente a 5.2 veces el monto del servicio de la deuda pública externa a un año, indicador que también denotaría la solidez de la posición externa del país. Por su parte, si se relacionan la reservas monetarias con otras variables monetarias, se tiene que las RIN representarían 1.5 veces la base monetaria, en tanto que las RIN como porcentaje de la oferta de dinero en sentido amplio (M2) representarían, al 31 de diciembre de 2006, el 44.3%, lo que sugeriría que el país contaría con un margen razonable para cubrir las obligaciones monetarias convertidas a moneda extranjera. Otro indicador de la posición externa del país estaría dado por la relación del nivel de las RIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y de los pagos de la deuda pública externa a un año cuyo resultado indicaría que el nivel de RIN estimado para finales de 2006 podría cubrir hasta un 2.4 veces las referidas obligaciones.

⁶⁴ En cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes.



BALANZA DE PAGOS

AÑOS 2005 - 2006

-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,302.6	-1,409.0	-106.4	8.2
A. BALANZA COMERCIAL	-5,460.3	-5,922.5	-462.2	8.5
1.Exportaciones FOB	3,370.8	3,797.4	426.6	12.7
Principales Productos	1,207.3	1,259.9	52.6	4.4
Otros Productos	2,163.5	2,537.5	374.0	17.3
2.Importaciones CIF	8,831.1	9,719.9	888.8	10.1
B. SERVICIOS	665.4	840.5	175.1	26.3
1. Factoriales, Neto	-368.3	-334.9	33.4	-9.1
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,033.7	1,175.4	141.7	13.7
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	3,492.3	3,673.0	180.7	5.2
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,552.6	1,584.0	31.4	2.0
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	139.1	141.3	2.2	1.6
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	-61.7	300.2	361.9	586.5
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	1,475.2	1,142.5	-332.7	-22.6
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	250.0	175.0		
Reservas Netas (- aumento)	-250.0	-175.0		

^{1/} Incluye Maquila por US\$485.0 millones para 2005 y US\$545.6 millones para 2006

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{e/} Estimado de cierre

^{e/} Estimado

Saldo Cuenta Corriente / PIB -4.1% para 2005 y -3.9% para 2006

c) De la balanza de pagos para 2007

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial, para la balanza de pagos de Guatemala en 2007 se plantea un escenario en el que se estima un aumento de reservas monetarias internacionales netas -RIN- por US\$215.0 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$1,680.5 millones, sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para el citado año, el cual se ubicaría en US\$1,465.5 millones, equivalente a 3.8% del PIB (3.9% en 2006).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$4,319.8 millones, mayor en US\$522.4 millones (13.8%) al proyectado para 2006. Dicho resultado estaría determinado por el



incremento previsto en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$25.1 millones (2.0%) y por el aumento en el valor de las exportaciones de otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$497.3 millones (19.6%). Las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo en US\$266.1 millones (16.5%). Por su parte, los otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando en US\$231.3 millones (25.0%).

En lo que respecta al valor CIF de las importaciones, éste se estaría ubicando en US\$10,695.8 millones, mayor en US\$975.9 millones (10.0%) respecto de 2006. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica para 2007 (4.7%). En el valor de las importaciones destacaría el aumento en los rubros siguientes: maquinaria, equipo y herramienta (18.4%); materias primas y productos intermedios (18.2%); materiales de construcción (11.4%); y, bienes de consumo (10.6%).

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para 2007, la balanza comercial registraría un déficit de US\$6,376.0 millones, monto superior en US\$453.5 millones (7.7%) al estimado para 2006.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$980.1 millones, monto superior en US\$139.6 millones (16.6%) respecto del superávit estimado para 2006, principalmente, por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento en el superávit previsto en los rubros de Turismo y Viajes (10.2%) y en los servicios misceláneos, que incluye bienes para transformación -maquila- (9.1%).

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$3,930.4 millones, mayores en US\$257.4 millones (7.0%) a las estimadas para 2006, debido, principalmente, a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$1,680.5 millones, superior en US\$96.5 millones



(6.1%) al proyectado para 2006. En dicho resultado destaca la disminución en el capital oficial y bancario por US\$93.1 millones, debido a un menor endeudamiento externo. Por otra parte, se esperaría que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado aumente en US\$188.9 millones (16.5%) debido a que se prevé un aumento en el rubro de capital privado de mediano y largo plazos.

En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas aumentarían en US\$0.7 millones (0.5%) al situarse en US\$142.0 millones, debido a las donaciones que el gobierno recibiría del resto del mundo.

Como resultado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera, se esperaría, como se indicó, un aumento de reservas monetarias internacionales de US\$215.0 millones. Cabe indicar que con el aumento proyectado en las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas sería de 4.3 (4.4 en 2006).



BALANZA DE PAGOS

AÑOS 2006 - 2007

-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2006 ^{el}	2007 ^{el}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,409.0	-1,465.5	-56.5	4.0
A. BALANZA COMERCIAL	-5,922.5	-6,376.0	-453.5	7.7
1. Exportaciones FOB	3,797.4	4,319.8	522.4	13.8
Principales Productos	1,259.9	1,285.0	25.1	2.0
Otros Productos	2,537.5	3,034.8	497.3	19.6
2. Importaciones CIF	9,719.9	10,695.8	975.9	10.0
B. SERVICIOS	840.5	980.1	139.6	16.6
1. Factoriales, Neto	-334.9	-305.3	29.6	-8.8
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,175.4	1,285.4	110.0	9.4
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	3,673.0	3,930.4	257.4	7.0
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,584.0	1,680.5	96.5	6.1
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	141.3	142.0	0.7	0.5
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	300.2	207.1 ^{2/}	-93.1	-31.0
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	1,142.5	1,331.4	188.9	16.5
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	175.0	215.0		
Reservas Netas (- aumento)	-175.0	-215.0		

^{1/} Incluye Maquila por US\$545.6 millones para 2006 y US\$600.2 millones para 2007

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{el} Estimado

^{2/} Incluye la emisión de Bonos del Tesoro en el mercado internacional y el vencimiento de la primer emisión de Eurobonos de 1997 por US\$150.0 millones

Saldo Cuenta Corriente / PIB -3.9% para 2006 y -3.8% para 2007

Por último, dada su importancia, cabe hacer algunas consideraciones sobre el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

En Guatemala, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se ha ubicado en niveles de alrededor del 5% durante los últimos cinco años. En 2005 se prevé que dicha variable se ubique en 4.1%, y se espera que para 2006 y



2007 puedan continuar los esfuerzos para la reducción del mismo.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representa para el país un incremento de pasivos externos mayor que el aumento de activos foráneos. Este desequilibrio implica que la economía doméstica, en un determinado período, resulta deudora del resto del mundo.

En la determinación de la posición externa de un país intervienen tanto factores internos como externos, lo que implica que, si el déficit es transitorio, el país debe contar con recursos para financiar dicho desequilibrio. Por el contrario, si el déficit externo es permanente, se debe proceder a corregirlo con el uso de los instrumentos de política económica a disposición de las autoridades.

Derivado de lo anterior, se hace necesario analizar la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente y, de ser necesario, la forma en que el mismo puede ser corregido. Existen dos opciones de política que viabilizan la moderación del referido déficit: las políticas de reducción y las políticas de desviación del gasto. Las primeras buscan modificar el nivel de gasto agregado a través de aumentos de impuestos o de reducciones del gasto público; mientras que las segundas tratan de alterar la composición, tanto de la producción como del consumo, entre bienes transables y no transables, lo que conlleva modificaciones en el tipo de cambio nominal.

Es importante puntualizar que, aun cuando un déficit representa una posición deudora con el resto del mundo, ésta no necesariamente es una situación indeseable *per se*, ya que puede ser el resultado de procesos económicos dirigidos a aumentar la capacidad productiva de la economía doméstica, aspecto que en el futuro puede redundar en una mayor capacidad exportadora del país, y por consiguiente, convertirlo en acreedor internacional. Los siguientes ejemplos justifican la existencia de un déficit en la cuenta corriente, ya sean permanentes o transitorios, siempre y cuando sean sostenibles: a) cuando los préstamos se inviertan en actividades rentables que permitan generar recursos suficientes para cubrir el pago de intereses y el principal; b) cuando se presenta una afluencia de capitales externos, especialmente de inversión



extranjera directa; c) cuando se experimenta una caída temporal en la producción nacional; y, d) cuando se reducen los niveles de protección mediante la disminución de las barreras arancelarias y no arancelarias.

La estimación de un resultado óptimo para la cuenta corriente de la balanza de pagos es muy compleja, pues éste puede cambiar a lo largo del tiempo, debido, entre otras razones, a las variaciones en las condiciones de la actividad económica. Aparte de esta dificultad técnica, en algunas ocasiones las autoridades se pueden ver imposibilitadas de alcanzarlo, a causa, por ejemplo, de la presencia de choques externos o internos.

En el campo académico no existe consenso respecto a la magnitud de un déficit en cuenta corriente sostenible; algunos expertos como Sebastián Edwards⁶⁵ afirma que un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible para países en vías de desarrollo, debe ubicarse entre el 3% y el 4% del producto interno bruto; en ese sentido, dicho experto recientemente afirmó que para el caso concreto de Guatemala el referido déficit debería de ubicarse en 2%⁶⁶; en contraste, Frenkel⁶⁷ y otros argumentan que el 5% puede ser el umbral idóneo y aseveran que países como Nueva Zelanda han tenido durante mucho tiempo déficit aún superiores al 5% y no han sufrido crisis cambiarias, mientras que países como Israel han tenido problemas con desequilibrios menores a la cifra mencionada.

En resumen, el ajuste macroeconómico se debe considerar como la obtención de una relación viable entre el ingreso y el gasto agregado, reflejado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En muchos casos, la magnitud del déficit en cuenta corriente y, por lo tanto, el posible exceso de gastos sobre ingresos está restringido por la disponibilidad de financiamiento; es decir, por el nivel de las reservas monetarias internacionales, el crédito interno y los recursos provenientes del exterior. Siendo así, el manejo prudente de las políticas monetaria y fiscal tiene un papel

⁶⁵ Perspectivas y Desafíos de la Macroeconomía en Guatemala, documento elaborado para el Comité Conjunto, Gobierno de Guatemala y Comité Coordinador de Asociaciones Comerciales, Industriales y Financieras -CACIF-, junio, 1999.

⁶⁶ Sebastián Edwards, Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala, noviembre de 2004.

⁶⁷ Frenkel, J., A. Rasin, and Chi-Wa Yuen. (1996): Fiscal Policies and Growth in the World Economy. Cambridge. MIT Press.



importante en el mecanismo de moderación de la demanda agregada.

4. Del sector fiscal

En términos generales, el impacto que el déficit fiscal tiene en el corto y largo plazos en las principales variables macroeconómicas (tasa de inflación, tipo de cambio y tasa de interés) depende básicamente de su magnitud y de la forma en que el mismo se financie.

En cuanto a su magnitud, es esencial que el déficit fiscal no exceda ciertos niveles moderados a fin de evitar repercusiones macroeconómicas negativas que pueden traducirse en una pérdida de efectividad de la política monetaria y en la consiguiente dificultad para el Banco Central de cumplir con su objetivo fundamental, cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios.

En cuanto al financiamiento del déficit fiscal, éste puede ser de origen interno y externo. Al hacer uso de financiamiento interno, la disposición de esos recursos en el mercado financiero implica desplazar el crédito al sector privado y, por consiguiente, restringir por esa vía la inversión productiva, ya que al emitirse deuda pública, el gobierno compite en los mercados financieros con las emisiones de títulos privados, aspecto que puede ocasionar una elevación en el nivel de las tasas de interés de corto plazo y, posteriormente, en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, que son las relevantes para financiar proyectos de inversión productiva.

Por lo indicado, es importante puntualizar que el logro de la estabilidad macroeconómica y el control del nivel general de precios serán sostenibles en el tiempo, únicamente si la política monetaria continúa siendo apoyada por una política fiscal sana que propicie la consolidación de las finanzas públicas. Ello es así porque si el peso de la estabilización macroeconómica recae únicamente sobre la política monetaria, lo que implica el uso intensivo de operaciones de estabilización monetaria, se corre el riesgo no sólo de generar presiones sobre la tasa de interés, sino de comprometer el cumplimiento, en el largo plazo, del objetivo fundamental de la política monetaria. En ese sentido, el objetivo fundamental de procurar la estabilidad en el nivel general de precios, así como las



posibilidades de moderar el comportamiento de las tasas de interés y generar las condiciones que propicien en el mediano plazo el aumento del ritmo de crecimiento económico, dependen fundamentalmente del apoyo que la política fiscal brinde a la monetaria.

a) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2006

De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, para 2006 la ejecución presupuestaria registraría un crecimiento en los ingresos totales de Q3,188.8 millones (12.7%) respecto de la estimación de cierre de 2005, mientras que el gasto aumentaría en Q6,031.4 millones (21.0%) con respecto a la estimación de cierre de 2005, destacando el mayor gasto de capital, el cual crecería en 22.4% en relación al cierre estimado de 2005, asociado al proceso de reconstrucción de los daños ocasionados por la tormenta tropical *Stan*. Como resultado, el déficit fiscal se situaría en Q6,437.8 millones (equivalente a 2.5% del PIB). En lo que corresponde al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q2,603.4 millones, mayor en Q427.1 millones (19.6%) respecto a la estimación de cierre de 2005; asimismo, se prevé el uso de financiamiento externo neto por Q2,754.4 millones, como resultado de desembolsos por Q4,556.5 millones y amortizaciones por Q1,802.1 millones. Por último, se estima una utilización de recursos de caja por Q1,080.0 millones (incluye el uso de Q900.0 millones de recursos de la privatización de Activos del Estado depositados en el Banco de Guatemala), lo que constituiría una fuente de monetización de origen interno, la cual tendría su mayor impacto en el tercero y cuarto trimestres de 2006, como resultado de un mayor gasto programado en dicho período.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCION PRESUPUESTARIA
AÑO: 2005 - 2006
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	2005 e/	TRIMESTRE				2006 e/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	25,115.6	6,534.7	6,949.5	7,034.4	7,785.8	28,304.4	3,188.8	12.7
A. Ingresos (1+2)	24,790.9	6,398.1	6,771.9	6,829.5	7,146.9	27,146.4	2,355.5	9.5
1. Ingresos Corrientes	24,790.2	6,398.0	6,771.7	6,829.2	7,108.2	27,107.1	2,316.9	9.3
a. Tributarios	23,615.3	6,142.0	6,437.1	6,530.4	6,725.2	25,834.7	2,219.4	9.4
b. No Tributarios	1,174.9	256.0	334.6	298.8	383.0	1,272.4	97.5	8.3
2. Ingresos de Capital	0.7	0.1	0.2	0.3	38.7	39.3	38.6	5,514.3
B. Donaciones	324.7	136.6	177.6	204.9	638.9	1,158.0	833.3	256.6
II. TOTAL DE GASTOS	28,710.8	8,404.3	7,224.5	9,293.0	9,820.4	34,742.2	6,031.4	21.0
A. De Funcionamiento	19,391.5	5,415.2	5,228.5	6,454.4	6,233.9	23,332.0	3,940.5	20.3
B. De Capital	9,319.3	2,989.1	1,996.0	2,838.6	3,586.5	11,410.2	2,090.9	22.4
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-3,595.2	-1,869.6	-275.0	-2,258.6	-2,034.6	-6,437.8	-2,842.6	79.1
IV. FINANCIAMIENTO NETO	3,595.2	1,869.6	275.0	2,258.6	2,034.6	6,437.8	2,842.6	79.1
A. Interno	2,176.3	222.3	428.1	968.6	984.4	2,603.4	427.1	19.6
B. Externo	-220.1	2,567.7	109.4	36.5	40.8	2,754.4	2,974.5	-1,351.4
C. Variación de Caja	1,639.0	-920.4	-262.5	1,253.5	1,009.4	1,080.0	-559.0	-34.1
(-) aumento (+) disminución								
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas								
e/ Estimación								
Carga tributaria	10.0					10.0		
Déficit/PIB	-1.5					-2.5		

**b) Estimación de la ejecución
presupuestaria para 2007**

Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas contempladas en el Presupuesto Multianual 2006-2008 del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2006, la ejecución presupuestaria para 2007 registraría un aumento en los ingresos totales de Q2,419.9 millones (8.5%) respecto de los ingresos proyectados para 2006; mientras que el gasto total registraría un crecimiento de Q624.9 millones (1.8%) con respecto a lo programado para 2006. En este orden, el déficit fiscal se ubicaría en Q4,642.8 millones (equivalente a 1.6% del PIB) menor al contemplado para 2006 (2.5% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, éste sería cubierto por financiamiento interno neto en un monto de Q2,560.0 millones, menor en Q43.5 millones (1.7%) al programado para 2006. En relación al financiamiento externo neto, éste se situaría en Q1,953.8 millones, como resultado de desembolsos por Q3,922.9 millones y amortizaciones por Q1,969.1 millones. Por último, se prevé una utilización de recursos de caja por Q129.0 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCION PRESUPUESTARIA
AÑO: 2006 - 2007
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	2006 e/	TRIMESTRE				2007 e/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	28,304.4	6,860.9	7,871.4	7,402.6	8,589.5	30,724.4	2,419.9	8.5
A. Ingresos (1+2)	27,146.4	6,621.3	7,681.4	7,232.4	8,295.6	29,830.7	2,684.2	9.9
1. Ingresos Corrientes	27,107.1	6,610.2	7,674.1	7,224.5	8,280.9	29,789.7	2,682.5	9.9
a. Tributarios	25,834.7	6,399.1	7,389.7	7,005.9	7,672.2	28,466.9	2,632.2	10.2
b. No Tributarios	1,272.4	211.1	284.4	218.6	608.7	1,322.8	50.3	4.0
2. Ingresos de Capital	39.3	11.1	7.3	7.9	14.7	41.0	1.7	0.0
B. Donaciones	1,158.0	239.6	190.0	170.2	293.9	893.7	-264.3	100.0
II. TOTAL DE GASTOS	34,742.2	7,558.9	7,700.8	9,023.7	11,083.8	35,367.2	624.9	1.8
A. De Funcionamiento	23,332.0	5,874.3	5,909.9	6,532.7	7,178.6	25,495.5	2,163.5	9.3
B. De Capital	11,410.2	1,684.6	1,790.9	2,491.0	3,905.2	9,871.7	-1,538.6	-13.5
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-6,437.8	-698.0	170.6	-1,621.1	-2,494.3	-4,642.8	1,795.0	-27.9
IV. FINANCIAMIENTO NETO	6,437.8	698.0	-170.6	1,621.1	2,494.3	4,642.8	-1,795.0	-27.9
A. Interno	2,603.4	639.9	639.9	639.9	640.3	2,560.0	-43.5	-1.7
B. Externo	2,754.4	371.4	649.3	349.0	584.1	1,953.8	-800.6	-29.1
C. Variación de Caja	1,080.0	-313.3	-1,459.8	632.2	1,269.9	129.0	-950.9	-88.1
(-) aumento (+) disminución								

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación

Carga tributaria

Déficit/PIB

10.0

-2.5

10.1

-1.6

5. Del sector monetario

La evidencia en los últimos años de la década pasada demostró que un relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, puede conducir a una alta volatilidad cambiaria, a una marcada reducción de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario⁶⁸. Una nueva expansión forzada del crédito al sector privado en forma inmoderada, solamente resultaría en un debilitamiento del sector externo y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo.

En ese sentido, se debe continuar fortaleciendo una política monetaria disciplinada que, mediante el uso preferente de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la eficiencia y eficacia de la gestión monetaria del Banco Central. Dicha política monetaria debe centrarse en la consecución de la

⁶⁸ En 1998, el crédito bancario al sector privado llegó a registrar una tasa de crecimiento de 32.3%. En 1999, la depreciación interanual del tipo de cambio fue de 14.2%, la más elevada en la historia del país y el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB se ubicó en 5.5%.



estabilidad en el nivel general de precios, por lo que la meta de inflación debe continuar siendo el ancla nominal de la economía, en un marco de flexibilidad cambiaria.

a) Sector monetario para 2006

Las proyecciones del sector monetario para 2006 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación prevista (6% +/- 1 punto porcentual) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 4.4% y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2006 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 9.9% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre de 2005. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 13% y 15%, en tanto que el crédito bancario al sector privado crecería entre 16.0% y 18.0%, ambos en términos interanuales⁶⁹.

b) Sector monetario para 2007

A efecto de dar continuidad a las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, se estima conveniente contar, a manera de referencia, con proyecciones del programa monetario para 2007. Tales proyecciones guardan consistencia, por una parte, con el objetivo de mantener una inflación moderada (5% +/- 1 punto porcentual) y con un crecimiento de la actividad real, que se estima podría ser de 4.7%. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2007 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 10.5% respecto al saldo estimado de dicha variable para 2006.

Como se indicó, se esperaría que en 2007 las reservas monetarias internacionales aumenten en US\$215.0 millones, lo que equivaldría a una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q1,720.0 millones.

Consistente con lo anterior, los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala deberían aumentar en alrededor de Q958.0 millones. Cabe indicar que,

⁶⁹ El programa monetario para 2006 se discute con más detalle en la página 67.



dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el gobierno central disminuya sus depósitos en el Banco de Guatemala en alrededor de Q129.0 millones durante el año⁷⁰.

Asimismo, para 2007 se estima que el costo de la política monetaria continúe constituyendo la principal fuente de monetización inorgánica por alrededor de Q207.0 millones en el año. Cabe indicar que dentro de este factor el principal egreso seguiría siendo el pago de los intereses de las operaciones de estabilización monetaria.

Por otra parte, el principal factor de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala sería los depósitos de los bancos del sistema en el Banco Central, debido al efecto del crecimiento esperado de la intermediación financiera que permitiría un aumento de los depósitos del público en los bancos del sistema, lo que a su vez, generaría que éstos incrementaran su nivel de encaje por Q1,129.0 millones.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, el factor de cierre de los AIN serían las operaciones de estabilización monetaria – OEMs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, así como la demanda de emisión monetaria, el Banco de Guatemala debería disminuir el nivel de operaciones de estabilización monetaria por alrededor de Q471.0 millones.

⁷⁰ Estimación de acuerdo al programa fiscal multianual contenido en el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Gobierno Central para 2006.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2007
En millones de Q.

Concepto	TOTAL
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	30725
Egresos	35367
Corrientes	25495
Capital	9872
Déficit (% del PIB)	4643 1.6
Financiamiento Externo NETO	1954
Financiamiento Interno NETO	2560
Variación de Caja	129
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Internacionales Netas	1720
RIN US\$	215
II. Activos Internos Netos	958
1. Gobierno Central	129
2. Resto del Sector público	0
3. Posición con bancos	-1129
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-1129
4. Otros Activos Netos	439
Gastos y productos	207
Otros	231
5. Vencimientos de OEMs	1519
III. CREACION DE LIQUIDEZ	2678
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	1629
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-1048
D. COLOCACION DE OEMs	1048
E. COLOCACIONES NETAS (-) OEMs	471

Cabe indicar que con las expectativas de mediano plazo consistentes con un equilibrio fiscal que se manifiesta a través del mantenimiento del saldo de los depósitos del gobierno en el Banco Central, se estarían consolidando las condiciones favorables para la



estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos.

6. Otros aspectos para la consolidación de la estabilidad macroeconómica

a) Coordinación con la política financiera del Estado

La eficiencia y eficacia de la política macroeconómica para 2006, demanda la coordinación de los procedimientos operativos de la política monetaria con las decisiones de caja que adopten el gobierno central y las principales dependencias y entidades del sector público. Ello es particularmente importante en un entorno en el que se ha anunciado un incremento del déficit fiscal para 2006 que podría generar expectativas inconvenientes en materia inflacionaria.

Al continuar con una adecuada coordinación de la gestión financiera del sector público, especialmente entre el Gobierno Central y el Banco Central, se facilita la eficiente implementación de la política monetaria y se reduce la frecuencia y magnitud de la participación de éste último en el mercado de dinero para neutralizar excedentes de liquidez mediante operaciones de estabilización monetaria.

b) Moderar los descalces indirectos de moneda extranjera de las instituciones bancarias

El descalce de monedas del sector corporativo se produce cuando los activos de las empresas están expresados en moneda doméstica y los pasivos en moneda extranjera. Este descalce entraña un riesgo de crédito para los bancos y, por ende, es una fuente potencial de inestabilidad del sistema financiero.

Con el fin de reducir el riesgo generado por los descalces mencionados, en muchos países se ha fortalecido la regulación prudencial del sistema bancario, en especial lo referente a la administración del descalce de monedas de los clientes bancarios. Cabe indicar que dentro de las principales regulaciones implementadas se encuentran las siguientes: limitación

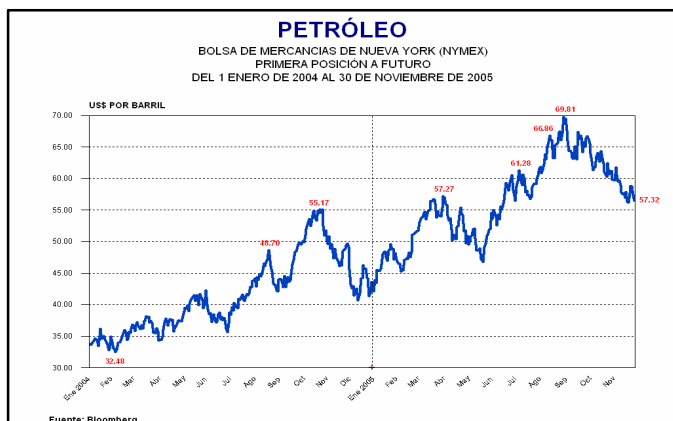
o prohibición de préstamos en moneda extranjera al sector de no-transables (Chile), así como limitaciones cuantitativas para los depósitos en moneda extranjera de los agentes económicos (México).

Desde el punto de vista macroeconómico, el principal riesgo generado por los descalses de moneda extranjera del sector corporativo se produce cuando algún movimiento abrupto del tipo de cambio podría propiciar una pérdida significativa del patrimonio del referido sector corporativo, lo que, a su vez, reduciría la liquidez del mismo. Esta situación genera condicionantes de vulnerabilidad financiera sistémica y, consecuentemente, pone en riesgo la estabilidad económica. Desde la perspectiva macroeconómica, el descalce de monedas se puede constituir en un limitante de la efectividad de la política monetaria; en efecto, el impacto inflacionario ante variaciones en el tipo de cambio es mayor donde el grado de descalce es mayor.

Con respecto a la dimensión de los mercados financieros y su regulación, aunque ya existen regulaciones y límites al descalce directo de monedas del sector bancario, conviene considerar la posibilidad de introducir medidas prudenciales para reducir la exposición de riesgo del sector corporativo, como una fuente de vulnerabilidad del sistema financiero que podría darse ante una variación abrupta de la moneda local.

7. Balance de riesgos de inflación para 2006

Gráfica No. 63



a) **Persistencia de los altos precios del petróleo.** El principal riesgo inflacionario para los países que, como Guatemala, son importadores netos de petróleo, es la incertidumbre que se ha generado en cuanto a la evolución del precio del crudo. De hecho, su comportamiento volátil y al alza durante 2005 fue la explicación fundamental de por qué el ritmo inflacionario en el país no se desaceleró en la forma prevista a finales de 2004.

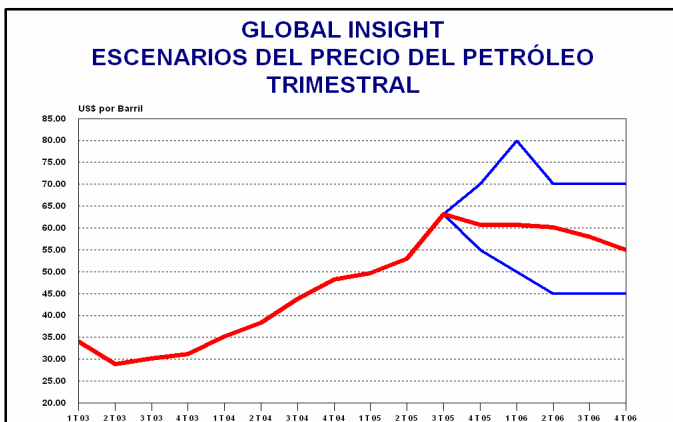
En un escenario base, es decir, que considere que el precio internacional del barril del petróleo se mantenga en niveles cercanos a los US\$60.00 por barril

en 2006 y a los US\$50.00 por barril en 2007, se esperaría, con base a las proyecciones econométricas de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 se sitúe en 6.49% y para diciembre de 2007 se sitúe en 5.81%⁷¹.

No obstante lo indicado, es prudente puntualizar que el mercado del petróleo continúa registrando una situación de alta volatilidad y sensibilidad a cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, entre oferta y demanda, e indica que para que el comportamiento volátil del precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diariamente. Esto daría estabilidad al mercado y mayor certeza del comportamiento de corto plazo del precio internacional del petróleo; sin embargo, lo más probable es que la citada brecha no varíe durante 2006.

Por lo anterior, no debe descartarse la ocurrencia de eventos exógenos que puedan cambiar el escenario esperado. Por ejemplo, *Global Insight*, una empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado del crudo considera que si la economía mundial llegara a desacelerarse, el precio del petróleo podría reducirse a US\$45.00 por barril (escenario optimista); en contraste, si surgiera un *shock* de oferta - como lo podría ser el desencadenamiento de un conflicto bélico en los países productores del crudo-, entonces su precio podría alcanzar US\$80.00 por barril.

Gráfica No. 64



ESCENARIOS ALTERNATIVOS^{1/}

ESCENARIO DE PRECIOS ALTOS

Un escenario de precios altos podría ocurrir como consecuencia de que suceda uno o varios de los eventos que se citan a continuación:

- ✓ Nuevos ataques terroristas y tensión política en el medio oriente.
- ✓ Nuevos daños provocados por huracanes a las instalaciones petroleras en el golfo de México.
- ✓ Tensiones geopolíticas, especialmente relacionadas con Irán y su programa nuclear.

⁷¹ Escenario pasivo, que no incluye medidas correctivas de política monetaria.



- ✓ Recortes a la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, en respuesta a incrementos en la producción de países no miembros o a la caída de los precios.
- ✓ Falta de respuesta de países miembros ante incrementos a la producción acordados por la OPEP.
- ✓ Interrupciones y retrasos en los incrementos a la producción planificados por países no miembros de la OPEP.
- ✓ Renovados incrementos de la demanda por parte de la República Popular China.
- ✓ Nuevas presiones al alza por parte de los agentes financieros que invierten en el mercado del crudo.

A pesar de la existencia de inventarios significativos de crudo en la Cuenca del Atlántico, la posibilidad de otra interrupción de importancia en los suministros continúa siendo la mayor preocupación en el mercado de combustibles; una interrupción importante podría ocurrir como resultado de una acción terrorista que afectara a las instalaciones petroleras en el Oriente Medio, especialmente en Arabia Saudita. Sin embargo, aunque un evento de tal naturaleza podría proveer el impulso suficiente para que los precios se situaran a niveles extremadamente altos, la experiencia reciente, así como las expectativas de que puedan ser liberadas reservas estratégicas, proveerían un efecto amortiguador. En ausencia de acontecimientos como los mencionados, parecería que el comportamiento reciente del mercado tiende a indicar que el nivel de precios ha alcanzado un punto máximo. En concordancia con lo anterior, se prevé que para el último trimestre de 2005, el techo podría situarse en US\$70.00 por barril.

ESCENARIO DE PRECIOS BAJOS

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

- ✓ Si en Estados Unidos y/o en República Popular China se presentara una recesión económica o una rápida desaceleración económica, con el consiguiente debilitamiento de la demanda de petróleo.
- ✓ Implementación de medidas tendentes a reducir el nivel de demanda por parte de los principales países consumidores, tales como límites de velocidad.
- ✓ Posteriores revisiones al alza en la información que se refiere al nivel de los inventarios.
- ✓ Restricciones al almacenamiento de combustibles, tales como las que se han reportado en Europa para algunos productos, aunque tales medidas no han influido sensiblemente el nivel de precios.
- ✓ Una futura disminución de las preocupaciones relacionadas con la posibilidad de la reducción del volumen de oferta, como consecuencia de un incremento importante en el nivel de los inventarios y de una desaceleración del crecimiento de la demanda.
- ✓ Que la oferta de productores no miembros de la OPEP se fortalezca más de lo previsto.
- ✓ La percepción por parte de los agentes financieros del mercado de que el nivel de precios ha alcanzado un punto máximo y, en consecuencia coloquen la mayor parte de sus inversiones en posiciones de corto plazo.

Partiendo del nivel actual de precios del crudo, sería posible que se registre una importante corrección hacia la baja en los precios del crudo; sin embargo, en tal caso el nuevo nivel al que los precios se situarían, tendería a permanecer a un nivel elevado, a causa de la percepción de que el equilibrio entre oferta y demanda continuará siendo precario. Por otra parte, una rápida desaceleración de la economía podría restablecer en el corto plazo la capacidad de amortiguación de los inventarios, pero los altos costos podrían determinar que un nuevo piso de precios sea establecido aproximadamente en US\$40.00 por barril de crudo.

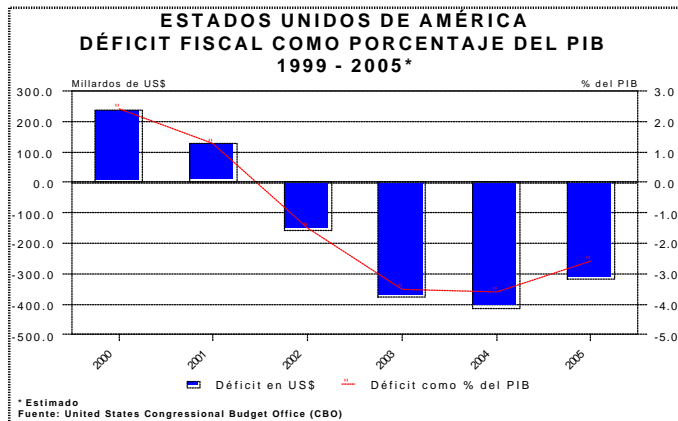
¹ Fuente: Global Insight

Tampoco debe descartarse que algunos analistas internacionales independientes consideran que el precio internacional del petróleo podría alcanzar niveles mayores a US\$80.00 por barril.

Por lo indicado, la autoridad monetaria deberá mantenerse atenta a la evolución de los precios del crudo, a fin de que la política monetaria se implemente con suma prudencia, a manera de evitar los denominados efectos de segunda vuelta en el nivel general de precios, sin descuidar el mantenimiento de la estabilidad en el resto de variables macroeconómicas.

b) Persistencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía de los Estados Unidos de América. La coyuntura económica mundial se caracteriza por un alto grado de incertidumbre generada, en gran medida, por la falta de claridad en cuanto a si se van a corregir –y con qué celeridad- los altos déficit fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América.

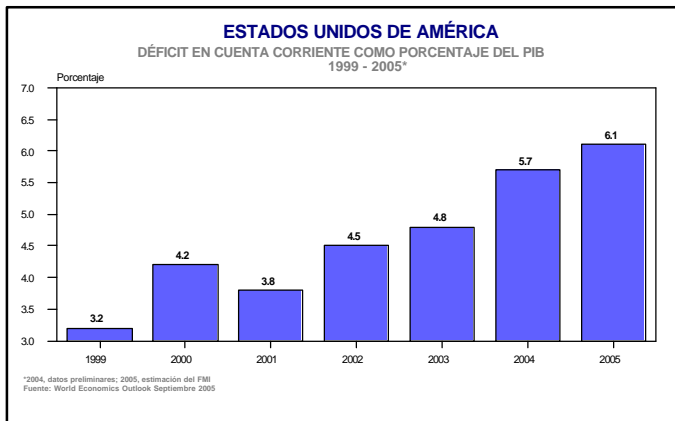
Gráfica No. 65



En cuanto al déficit fiscal, según la oficina del presupuesto de los Estados Unidos de América, en octubre 2004 – septiembre 2005 ascendió a US\$318.6 millardos (2.6% del PNB), lo que implica una reducción de US\$94.2 millardos respecto a lo ejecutado en el mismo período del año fiscal precedente (3.6%). Aún así, el déficit fiscal continuaría en niveles altos y las perspectivas de mediano plazo no son positivas, pues los expertos opinan que al mantenerse las reducciones de impuestos ya concedidas, en presencia de compromisos de gasto que no ceden, se vislumbra un panorama en el que la presión fiscal continuará, como mínimo, en los próximos dos años.

En cuanto al déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el principal indicador de corto plazo es la balanza comercial, que a septiembre de 2005 se situó en US\$529.8 millardos, resultado con el que se prevé que para fin de año el déficit en cuenta corriente se ubique en 6.1% del PIB, también un porcentaje muy elevado. En este sentido, de continuar un abultado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, podría generarse un aumento de la salida de capitales de los Estados Unidos de América –que parcialmente ha disminuido por la restricción de la política monetaria de ese país, por el relajamiento de la política monetaria en Europa y por el debilitamiento del Euro, propiciado por los resultados recientes en Francia y Holanda en relación a la ratificación de la

Gráfica No. 66



Constitución Europea- que volvería a complicar la ejecución de la política monetaria en los mercados emergentes. Por lo indicado, se espera que esto podría suceder el próximo año.

En lo referente a la política monetaria, durante 2005 las autoridades de la Reserva Federal continuaron elevando la tasa de interés objetivo de fondos federales, lo que sucedió en ocho ocasiones, con aumentos de 25 puntos básicos en cada una de ellas, incrementándola de 2.25% a 2.50% (2 de febrero); a 2.75% (22 de marzo); a 3.00% (3 de mayo); a 3.25% (30 de junio); a 3.50% (9 de agosto); a 3.75% (20 de septiembre); a 4.00% (1 de noviembre); y, a 4.25% (13 de diciembre). La continuidad de esta política deberá reducir la salida neta de capitales de la economía estadounidense.

Como se indicó, esta restricción de la política monetaria en los Estados Unidos de América ha coadyuvado a morigerar el flujo de capitales al resto del mundo, por lo que por ésta vía durante 2005 se vio reducida la presión sobre las políticas monetarias de los mercados emergentes; sin embargo, durante 2006, en el evento en que esta restricción termine, si no se ha empezado una corrección substancial del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del referido país, podría volver a generarse una salida de capitales, lo que en el contexto de la política monetaria implicaría, en un escenario de alta volatilidad cambiaria, un potencial aumento de la oferta monetaria, el cual crearía presiones inflacionarias. En un escenario pesimista, también podría generarse una desaceleración severa del crecimiento económico en los Estados Unidos de América (*hard landing*) que se expandiría al resto del mundo.

Gráfica No. 67



c) **Expectativas de inflación.** Las expectativas de inflación de los analistas privados todavía estiman que el ritmo inflacionario para fines de 2006 podría ubicarse por encima del límite superior del rango meta establecido por la autoridad monetaria, lo que aconseja mantener la disciplina monetaria. En particular, la encuesta respectiva denota que dichas expectativas han ido en aumento en lo que va del año. En efecto, la inflación esperada para diciembre de 2006 por parte de dichos analistas, de conformidad con la encuesta realizada en noviembre de 2005, se ubicó en 8.70%.



III. METAS, MEDIDAS Y ACCIONES PARA LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL

El Artículo 3 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece que “El Banco de Guatemala tiene como objetivo fundamental, contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual, propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.”

B. META DE POLÍTICA

Tomando en cuenta que, de conformidad con el mandato legal antes citado, el objetivo fundamental del Banco de Guatemala se materializa propiciando condiciones que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, resulta apropiado hacer operacional dicho objetivo mediante el establecimiento de una meta cuantitativa para la tasa de inflación. Adicionalmente, la fijación de una meta cuantitativa para la tasa de inflación es una de las características más sobresalientes del régimen de metas explícitas de inflación, esquema de política monetaria que la Junta Monetaria ha decidido implementar en Guatemala.⁷²

1. Propósito de la meta de inflación

En un régimen de metas explícitas de inflación, la meta que establece la autoridad nacional correspondiente tiene el propósito primordial de constituir el ancla nominal de la economía y, como tal, orienta tanto las acciones de la política monetaria como las expectativas de los agentes económicos.

En efecto, en dicho régimen, la política monetaria no tiene un objetivo para el tipo de cambio de la moneda nacional con respecto a una o más monedas extranjeras, como tampoco lo tiene para la tasa de crecimiento de uno o más agregados monetarios. En tal contexto, las acciones de la política monetaria se orientan a la consecución de la meta de inflación.

Por su parte, las expectativas de los agentes económicos son importantes para determinar los niveles

⁷² Resolución JM-160-2004 de la Junta Monetaria.



de precios y de actividad real de la economía. Cuando la expectativa de inflación de los agentes económicos no coincide con la meta oficial de inflación, la consecución de dicha meta requiere de mayores esfuerzos por parte de la política monetaria y, usualmente, de mayores costos en términos de una menor tasa de crecimiento de la actividad económica y de mayor apoyo fiscal a la política monetaria. Por ello, es sumamente deseable que la expectativa de inflación de los agentes económicos coincida con la meta oficial de inflación. Esta coincidencia requiere, por un lado, que la meta oficial de inflación sea realísticamente alcanzable en el horizonte temporal correspondiente y, por el otro, que el Banco Central tenga la reputación de que accionará los instrumentos de política monetaria en la medida necesaria para alcanzar la meta de inflación (es decir, que el Banco Central cuente con credibilidad).

2. La meta de inflación en 2005

De conformidad con la Resolución JM-160-2004 de la Junta Monetaria, la meta para la variación interanual del índice de precios al consumidor, para diciembre de 2005 y los doce meses subsiguientes, es de un rango de entre 4% y 6% (igual al rango meta en 2004). Sin embargo, al mes de noviembre de 2005 la inflación acumulada reportó una cifra de 8.61%, en tanto que el ritmo inflacionario a dicho mes fue de 9.25%. Con base en estas cifras y en los pronósticos del ritmo inflacionario para los próximos meses, se vislumbra que no se cumplirá la meta de inflación en 2005 ni en los primeros meses de 2006.

Como se ha indicado en este documento, y lo ha explicado el Banco de Guatemala en diversas comunicaciones con el público⁷³, las principales causas de que la inflación a lo largo de 2005 haya excedido los valores previstos cuando se estableció la meta, se encuentran en el comportamiento de los precios del petróleo y de sus derivados en los mercados internacionales, así como en los efectos de la tormenta tropical *Stan* sobre los precios de algunos productos agrícolas. Tomando en cuenta estos elementos de juicio, conviene revisar la meta de inflación para 2006,

⁷³ Tales comunicaciones pueden encontrarse en el sitio de Internet del Banco de Guatemala (<http://www.banguat.gob.gt/>). En este sentido, cabe indicar que en un esquema de metas explícitas de inflación el banco central debe comunicar al público las razones de los desvíos de la inflación con respecto a la meta establecida. De esta manera, el banco central rinde cuentas a la sociedad sobre sus actuaciones, por lo que fortalece su transparencia y mantiene su credibilidad.



como parte fundamental de la propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia para dicho año.

3. Pronósticos pasivos

Los pronósticos pasivos de inflación para Guatemala apuntan a un ritmo de variación interanual del IPC de 6.49% para diciembre de 2006 y de 5.81% para diciembre de 2007. Los principales supuestos que dan sustento a dichos pronósticos se refieren, por un lado, al comportamiento esperado de los precios del petróleo y sus productos derivados y, por el otro, al comportamiento inercial de la tasa inflacionaria de los diversos rubros de gastos que componen el índice de precios al consumidor.

En relación con el primer punto, de acuerdo con la empresa *Global Insight*,⁷⁴ el precio del barril de petróleo WTI, que en enero de 2004 era de US\$34.29 y en diciembre de 2004 era de US\$43.37, se pronostica que en diciembre de 2005 será de US\$61.00, en diciembre de 2006 será de US\$54.00 y en diciembre de 2007 será de US\$45.33. Como puede apreciarse, se pronostica una reducción gradual en los precios del petróleo en los próximos dos años, aunque continuarán en niveles históricamente altos.

Cabe indicar que el ritmo inflacionario para 2006 y para 2007 puede ser menor que lo que indican los pronósticos pasivos, siempre que la política monetaria continúe aplicando un claro sesgo antiinflacionario. Sin embargo, debe tenerse presente que, de acuerdo con la evidencia internacional, los efectos de la política monetaria sobre la tasa de inflación son observables con rezagos de dos años⁷⁵.

4. Propuesta de meta de inflación

Con base en las consideraciones anteriores y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación doméstica converja hacia los niveles observados en las economías industrializadas, se propone que la meta de política monetaria para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007 sea consistente con el proceso de desinflación que se indica a continuación⁷⁶:

⁷⁴ Global Petroleum Monthly, November 2005, pag. 16.

⁷⁵ Según Jiri Jonas y Frederic Mishkin en su documento "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", National Bureau of Economic Research, Abril 2003.

⁷⁶ En anexo 8 se presentan los principales fundamentos del proceso gradual de reducción de la inflación en el país para el período 2006-2011.



<u>AÑO</u>	Variación interanual del IPC	<u>MARGEN</u>
2006	6.0%	+ / - 1 punto porcentual
2007	5.0%	+ / - 1 punto porcentual
2008	4.5%	+ / - 1 punto porcentual
2009	4.0%	+ / - 1 punto porcentual
2010	3.5%	+ / - 1 punto porcentual
2011	3.0%	+ / - 1 punto porcentual

A continuación se señalan las principales características del proceso de desinflación que se propone.

a) **Credibilidad**

Al comparar el proceso de desinflación aquí propuesto con la meta de inflación de entre 4% y 6%, aprobada por la Junta Monetaria para los años 2005 y 2006 mediante Resolución JM-160-2004, se observa que los niveles de inflación implicados por el primero son iguales para los años 2006 a 2009, menores para los años 2010-2011 y decrecientes para todo el período 2006-2011.

Al respecto, cabe indicar que los niveles de inflación implicados por la meta propuesta para 2006 y 2007 se derivan del reconocimiento de que el proceso inflacionario tiene una naturaleza inercial y que, por tanto, la reducción de la tasa inflacionaria requiere de un cierto período para materializarse. Puesto que la meta para los dos años mencionados es menor que el pronóstico pasivo para esos años, la consecución de la meta propuesta requeriría de la aplicación prudente, consistente y disciplinada de un sesgo restrictivo de política monetaria. Como es sabido, la política monetaria restrictiva suele estar asociada, en el corto plazo, con un cierto costo en términos de una menor tasa de crecimiento de la actividad económica y de esfuerzo fiscal. En ese sentido, una meta de política demasiado ambiciosa podría implicar esfuerzos de política monetaria demasiado costosos y, por tanto, poco creíbles para los agentes económicos. Por consiguiente, se considera que la meta propuesta resultaría ser creíble para los agentes económicos, pues



diluiría los esfuerzos desinflacionarios a lo largo de un cierto período de tiempo, de manera que los costos de dichos esfuerzos serían razonables y no excesivamente altos.

b) Firmeza y gradualismo en la ejecución de la política monetaria

A lo largo de 2004 y 2005, desde que el comportamiento al alza de los precios internacionales del petróleo comenzó a incidir desfavorablemente en la tasa inflacionaria doméstica, el Banco de Guatemala ha venido restringiendo su política monetaria al incrementar gradualmente las tasas de interés aplicadas en las operaciones de estabilización monetaria. Si bien la aplicación del referido sesgo restrictivo en la política monetaria ha sido firme, debe enfatizarse que también ha sido gradual. El gradualismo en la ejecución de la política monetaria es aconsejable para evitar que dicha ejecución sea fuente de distorsiones o de choques de política que generen inestabilidad en las variables macroeconómicas. En particular, en 2004 y 2005 la aplicación de un sesgo restrictivo de la política monetaria se ha visto complicada por el hecho de que el tipo de cambio nominal ha observado una tendencia a la apreciación del quetzal con respecto al dólar de los Estados Unidos de América. En tales condiciones, el gradualismo ha sido aconsejable para evitar la ocurrencia de apreciaciones bruscas de la moneda nacional que distorsionen las señales del mercado y comprometiesen la viabilidad de algunos sectores productores de bienes transables internacionalmente. Adicionalmente, no debe perderse de vista que una política monetaria excesivamente restrictiva tiene costos en el corto plazo en términos de una menor tasa de crecimiento de la actividad económica.

Con base en estas consideraciones, parece aconsejable que el Banco Central continúe aplicando una política monetaria que ataque el fenómeno inflacionario de manera firme pero gradual. Sin embargo, debe reconocerse que el gradualismo en la aplicación de la política monetaria necesariamente implica que la reducción de la tasa de inflación será un proceso que tomará cierto tiempo. En tal sentido, la propuesta planteada implica la consecución de tasas de inflación para 2006 y 2007, menores que las generadas por los pronósticos pasivos. La consecución de inflaciones menores que los pronósticos pasivos se



derivaría de la aplicación firme de una política monetaria antiinflacionaria, pero congruente con el reconocimiento de que hay rezagos en los efectos de dicha política sobre la tasa de inflación y, sobre todo, de que la prudencia macroeconómica aconseja que la aplicación de un sesgo restrictivo en la política monetaria, aunque firme, continúe siendo gradual.

c) Consecución de niveles internacionales de inflación

En su resolución JM-160-2004, la Junta Monetaria manifestó “el propósito de que en el mediano plazo la inflación doméstica converja hacia los niveles observados en las economías industrializadas”. Con tal fin, dicha resolución establece una meta de inflación bianual, en contraste con los años previos en los que las metas de inflación habían sido estrictamente anuales.

En la propuesta que aquí se plantea, se incluye una meta de inflación para dos años, en un horizonte temporal de seis años. La propuesta es congruente con que, en el mediano plazo, se converja gradualmente a una tasa de inflación de largo plazo de 3% anual. Este último nivel de tasa de inflación es igual o muy cercano a los niveles observados en economías industrializadas y en economías emergentes que han aplicado exitosamente el régimen de metas explícitas de inflación.⁷⁷ Por tanto, la aprobación de la propuesta aquí planteada implicaría la determinación de la autoridad monetaria de que el país converja a los niveles internacionales de inflación en un horizonte temporal bien definido (seis años).

Se considera que el plazo previsto para tal convergencia es apropiado, pues la naturaleza inercial del fenómeno inflacionario hace que sea conveniente adoptar un enfoque gradual en el esfuerzo de desinflación, para evitar incurrir en costos excesivos, tanto en términos de tasa de crecimiento de la actividad económica como de esfuerzo fiscal.

d) Anclaje de expectativas inflacionarias

La credibilidad que caracterizaría a la meta de inflación que aquí se propone, en caso de que fuera

⁷⁷ Por ejemplo, en 2005, las metas de inflación de algunos países que tienen un régimen de metas explícitas de inflación son las siguientes: Australia, 2% a 3%; Brasil, 4% +/- 2.5%; Canadá, 1% a 3%; Chile, 3% +/- 1%; Colombia, 4.5% a 5.5%; México, 3%; Noruega, 2.5%; Nueva Zelanda, 1% a 3%; Perú, 1.5% a 3.5%; Reino Unido, 2%; República Checa, 1% a 3%; y, Suecia, 2% +/- 1%.

aprobada por la autoridad monetaria, harían posible que dicha meta funcionara como ancla para las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Por supuesto, para que el anclaje de las expectativas inflacionarias tuviera continuidad en el tiempo, sería preciso que el Banco Central continuara aplicando una política monetaria firme y disciplinada, en búsqueda de la consecución de la meta de inflación. En tal supuesto, la meta planteada cumpliría con el propósito de coadyuvar a anclar las expectativas inflacionarias y, por consiguiente, facilitar su propia consecución, a efecto de reducir los costos reales y fiscales inherentes. En ese sentido, se considera que el planteamiento de una meta de inflación realista, creíble y de mediano plazo, es un elemento fundamental de la política monetaria en el esquema de metas explícitas de inflación.

e) Naturaleza inercial del fenómeno inflacionario

La meta propuesta implicaría reducciones de 1 punto porcentual de la tasa de inflación de 2006 a 2007, reduciendo dicha tasa de 6% a 5%. Posteriormente, la tasa de inflación se reduciría 0.5 puntos porcentuales cada año, de 2008 a 2011, hasta alcanzar un nivel de 3%. Al respecto, cabe indicar que el componente inercial del fenómeno inflacionario hace que sea más difícil reducir la tasa y las expectativas de inflación cuando ésta ya ha alcanzado valores relativamente bajos. Por tal motivo, la conveniencia de preservar la credibilidad y el gradualismo de la política monetaria aconseja reconocer esta restricción y visualizar niveles de inflación que impliquen reducciones de 0.5 puntos porcentuales anuales en la tasa correspondiente, a partir de 2008, a manera de reducir paulatinamente la inercia inflacionaria y alcanzar niveles internacionales de inflación.

f) Meta puntual

En los últimos años, la meta de inflación en Guatemala ha sido determinada como un rango para la variación interanual del IPC. Por ejemplo, la resolución JM-160-2004 establece como meta el rango de 4% a 6% para 2005 y 2006. En contraste, esta propuesta plantea una meta puntual con un margen de holgura de +/- 1 punto porcentual.



La diferencia entre ambos enfoques es básicamente operativa, dentro del esquema de metas explícitas de inflación. En efecto, al usar un rango como meta, el hecho de que el pronóstico de inflación relevante se encuentre dentro de dicho rango parecería indicar que no es necesario modificar la postura de la política monetaria, incluso si el pronóstico se ubica cerca de uno de los límites del rango meta. Por otro lado, la postura de la política monetaria tendría que afectarse en forma relativamente drástica si el pronóstico relevante se ubicase fuera del rango meta (aun en el caso en que tal pronóstico estuviese cercano a uno de los límites de dicho rango). De manera que el uso operativo de un rango meta puede contribuir a generar movimientos bruscos en el uso de los instrumentos de la política monetaria.

Por el contrario, en presencia de una meta puntual, como la que se propone, cualquier desviación del pronóstico de inflación relevante respecto de la meta, obligaría a considerar ajustes correctivos. Por supuesto, tales ajustes serían de pequeña magnitud en los casos en los que los desvíos del pronóstico relevante respecto de la meta fuesen poco significativos. Por consiguiente, la consecuencia operativa del uso de una meta puntual sería un uso más gradual y oportuno de los instrumentos de política monetaria.

La función del margen de holgura de +/- 1 punto porcentual como parte integral de la meta, sería permitir desviaciones no mayores que ese límite, de la inflación observada respecto de la meta, en reconocimiento de que el Banco Central, a través de la política monetaria, sólo ejerce una influencia imperfecta en el corto plazo en la tasa de inflación.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL EN LA FIJACIÓN DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

País	Cómo está definida la meta	Porqué está definida de esa forma
Colombia	Rango meta (año 2005): 4.5% - 5.5%. Horizonte: 12 meses.	El Banco de la República de Colombia consideró que el manejo gradual y cuidadoso del proceso de desinflación es consistente con el mandato constitucional de buscar una inflación baja y estable y así contribuir al crecimiento sostenido del producto y el empleo. En ese sentido, decidió adoptar el Esquema de Metas Explícitas de Inflación con la finalidad de lograr dicha reducción gradual en el nivel general de precios.
Perú	Meta puntual (a partir de 2002): 2.5%. Margen de tolerancia: \pm 1.0 puntos porcentuales. Horizonte: Continuo.	El Banco Central de Reserva del Perú adoptó un Esquema de Metas Explícitas de Inflación, en el que las decisiones sobre la meta operativa de la política monetaria se sustentan en la evaluación integral de los determinantes de la inflación (encuestas de expectativas de inflación, el incremento de los agregados monetarios, la evolución de la actividad económica y el tipo de cambio nominal, principalmente).
México	Meta puntual (a partir de 2003): 3.0%. Margen de tolerancia: \pm 1.0 puntos porcentuales. Horizonte: Continuo.	El Banco de México conduce su política monetaria a fin de alcanzar una meta de inflación anual y mantenerla permanente alrededor de ese nivel, dicha meta se acompaña de un intervalo de variabilidad, cuya función es acomodar perturbaciones de precios relativos que usualmente sólo tienen efecto transitorio sobre la inflación.
Chile	Rango meta (a partir de 2001): 2.0% - 4.0%. Horizonte: 24 meses.	El Banco Central de Chile define como meta de inflación un punto centrado con un rango simétrico, el cual debe ser cumplido de manera permanente en un horizonte de mediano plazo de dos años. En ese sentido, el Banco Central se preocupa tanto de aquellos escenarios en que la inflación excede el rango en el horizonte pertinente, como de aquellos en que se ubica por debajo, por lo que, no se busca una inflación más baja que la definida por su rango, por el riesgo de caer en una deflación que puede resultar costosa en términos de producción y empleo.
Brasil	Meta puntual (año 2005): 4.5%. Margen de tolerancia: \pm 2.5 puntos porcentuales. Horizonte: 12 meses.	El Banco Central de Brasil adoptó un Esquema de Metas Explícitas de Inflación, el cual es complementado por la transición a un régimen de flotación del tipo de cambio. En este sentido, la autoridad monetaria fija la meta de inflación con un intervalo de tolerancia sin cláusulas de escape.

FUENTE: Sitio Web de bancos centrales

C. SISTEMA DE PRONÓSTICOS Y ANÁLISIS DE POLÍTICA MONETARIA (SPAPM)

En un régimen monetario de metas explícitas de inflación, el Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria, SPAPM, consiste en un conjunto de herramientas técnicas (modelos econométricos, información relevante proveniente de analistas expertos, indicadores económicos, bases de datos, y otros) utilizadas para elaborar pronósticos de variables económicas relevantes para el Banco Central,



principalmente pronósticos de inflación y de crecimiento económico, así como en el grupo de actividades dirigidas a tomar decisiones de política monetaria basadas en el análisis de dichos pronósticos, y de futuros escenarios macroeconómicos derivados de posibles acciones de política.

El SPAPM forma parte de una serie de reformas operativas que el Banco de Guatemala se encuentra realizando en el período de transición de la política monetaria hacia un esquema de metas de inflación. El diseño de dicho sistema se inició en marzo de 2005 con la asesoría del Fondo Monetario Internacional en materia de *inflation targeting*. Dado el avance logrado a la fecha, el Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria para Guatemala estaría listo para que, mediante un proceso gradual y de afinamiento continuo, se empiece a implementar a partir de enero de 2006. Aunque sus primeros resultados podrían carecer de la precisión deseada, es de esperarse que sucesivos ejercicios, en los que se vayan ajustando y calibrando los modelos de pronósticos, arrojen resultados apropiados para ser usados en la toma de decisiones de política monetaria.

Cabe indicar que el SPAPM se compone de tres elementos principales: i) un modelo semiestructural de pronósticos para la economía guatemalteca; ii) información auxiliar para alimentar el modelo semiestructural; y iii) el balance de riesgos y la recomendación de política monetaria. Cada uno de estos componentes se explica en detalle en los siguientes apartados.

i) Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

El MMS consiste de un sistema de ecuaciones que permite cuantificar la dirección y magnitud de las relaciones entre las principales variables macroeconómicas, así como la evolución previsible de las mismas, tomando en cuenta la reacción de los agentes económicos ante las decisiones de política monetaria del Banco Central.

Es importante indicar que el propósito del MMS es apoyar al Banco Central en la interpretación del estado de la economía y en la toma de decisiones de política que contribuyan al logro de su objetivo fundamental.

Por consiguiente, dicho modelo reflejará una visión de consenso de los órganos directivos y técnicos del Banco Central acerca del mecanismo por medio del cual las acciones de política, a través de los diversos canales de transmisión, afectan el nivel general de precios. De esta forma, el MMS constituirá un marco analítico que permita discutir de manera más precisa y ordenada la implementación de acciones de política para combatir las diversas presiones inflacionarias.

El MMS para Guatemala se construyó con la ayuda de personal del Banco Central de la República Checa, especializado en la elaboración de este tipo de modelos y que ha integrado las misiones de asistencia técnica en materia de Inflation Targeting del Fondo Monetario Internacional al Banco de Guatemala⁷⁸. Las principales ecuaciones que conforman dicho modelo se describen a continuación:⁷⁹

Ecuación de Demanda Agregada Doméstica

$$\bar{d}_t = A_1 \bar{d}_{t-1} + (0.90 - A_1) \bar{d}_{t+1} + A_2 \bar{R}_t + e_t^{DD} \quad (1)$$

Donde:

- \bar{d}_t : brecha del producto nacional para consumo doméstico en el período t
- \bar{R}_t : brecha de la tasa de interés real de largo plazo en el período t
- e_t^{DD} : shock de demanda agregada doméstica en el período t

Ecuación de Demanda Agregada Externa

$$\bar{x}_t - \bar{x}_{t-1} = 0.99 (\bar{x}_{t+1} - \bar{x}_t) + A_3 (A_4 \bar{z}_t + \bar{y}_t^* - \bar{x}_t) + e_t^{XD} \quad (2)$$

Donde:

- \bar{x}_t : brecha del producto nacional para consumo externo en el período t
- \bar{z}_t : brecha del tipo de cambio real en el período t
- \bar{y}_t^* : brecha del producto externo en el período t
- e_t^{XD} : shock de demanda agregada externa en el período t

⁷⁸ Las personas que contribuyeron en la elaboración del SPAPM son: Jaromír Beneš, David Vávra y Jan Vlcek del Banco Central de la República Checa y Luis Jácome del Fondo Monetario Internacional.

⁷⁹ El modelo completo incluye 39 ecuaciones; aquéllas que no se describen incluyen, principalmente, definiciones y leyes de movimiento que rigen el comportamiento de variables exógenas. Adicionalmente, la plataforma IRIS3 se utiliza para resolver el sistema de ecuaciones que conforman el modelo en base a un algoritmo de solución para modelos de expectativas racionales. Dicha plataforma también fue proporcionada por las personas mencionadas en la llamada anterior.

Ecuación de Demanda Total

$$\bar{y}_t = A_5 \bar{x}_t + (1 - A_5) \bar{d}_t \quad (3)$$

Donde:

 \bar{y}_t : brecha del producto total en el período t **Ecuación de Oferta Agregada (Curva de Phillips)**

$$p_t - p_{t-1} = 0.99 (p_{t+1}^{e,t} - p_t) + B_1 \left((B_2 + B_3) \bar{z}_t + B_3 \bar{q}_t^{oil} + (1 - B_2 - B_3) \bar{y}_t \right) + e_t^{PC} \quad (4)$$

Donde:

 p_t : tasa de inflación en el período t \bar{y}_t : brecha del producto total en el período t $p_{t+1}^{e,t}$: inflación esperada en t para el período $t + 1$, \bar{q}_t^{oil} : precio del petróleo en el mercado internacional en el período t e_t^{PC} : shock a la curva de Phillips en el período t **Regla de Política Monetaria**

$$i_t = D_1 i_{t-1} + (1 - D_1) (i_t + D_2 (p_{t+1} - \bar{p}_{t+1})) + e_t^{PM} \quad (5)$$

Donde:

 i_t : tasa de interés nominal de política monetaria de corto plazo en el período t i_t^* : tendencia de la tasa de interés nominal de política de corto plazo en el período t \bar{p}_t : meta de inflación en el período t e_t^{PM} : shock de política monetaria en el período t **Paridad descubierta de la Tasa de Interés**

$$I_t - I_t^* = 4(s_{t+1}^{e,t} - s_t) + r_t + e_t^{MD} \quad (6)$$

Donde:

 I_t : tasa de interés nominal de largo plazo en el período t I_t^* : tasa de interés nominal externa de largo plazo en el período t $s_{t+1}^{e,t}$: tipo de cambio nominal esperado en t para el período $t + 1$ s_t : tipo de cambio nominal en el período t r_t : premium por riesgo país en el período t e_t^{MD} : shock de tipo de cambio en el período t

Curva de Rendimiento

$$I_t = F_1 I_{t-1} + (1 - F_1) \left((i_t + i_{t+1} + i_{t+2} + i_{t+3}) / 4 + term_t \right) + e^{CR} \quad (7)$$

Donde:

$term_t$: diferencia entre la tasa de interés nominal de largo plazo y la de corto plazo en el período t

e^{CR} : shock a la curva de rendimiento en el período t

Ecuación de Fisher de corto plazo

$$r_t = i_t - p_{t+1}^{e,t} \quad (8)$$

Donde:

r_t : tasa de interés real de política monetaria de corto plazo en período t

Ecuación de Fisher de largo plazo

$$R_t = I_t - p_{t+1}^{e,t} \quad (9)$$

Donde:

R_t : tasa de interés real de largo plazo en período t

Expectativas de Inflación

$$p_{t+1}^{e,t} = W_1 p_{t+1} + (1 - W_1) p_{t-1} \quad (10)$$

Expectativas de Tipo de Cambio

$$s_{t+1}^{e,t} = W_2 s_{t+1} + (1 - W_2) \left(s_{t-1} + \frac{1}{2} (z_t + \bar{p}_t - p_{ss}) \right) \quad (11)$$

Donde:

z_t : tendencia del tipo de cambio real en el período t

p_{ss} : valor de la inflación en estado estacionario

De acuerdo al MMS, la política monetaria del Banco Central se transmite al sistema económico y al nivel general de precios a través de los siguientes canales: i) el canal de demanda agregada; ii) el canal del tipo de cambio; y, iii) el canal de las expectativas de inflación.

El canal de demanda agregada consiste en los efectos que se producen en la brecha del producto total y en la inflación ante una variación en la tasa de interés nominal de política monetaria del Banco Central, i_t . De acuerdo con dicho canal, el incremento en la tasa de



interés nominal de política monetaria producirá un incremento en las tasas de interés nominal y real de largo plazo, como lo establecen la curva de rendimiento, ecuación (7), y la Ecuación de Fisher de largo plazo, expresión (9). Al incrementarse la tasa de interés real de largo plazo, se incrementa la brecha de dicha tasa, \bar{r}_t , con respecto a su tendencia de largo plazo, lo cual genera una reducción en el nivel de inversión planeada, en el consumo de bienes durables y, por consiguiente, en la brecha del producto para consumo doméstico, \bar{d}_t , de acuerdo con la ecuación (1), y en la brecha del producto total, \bar{y}_t , de acuerdo con la ecuación (3). Adicionalmente, el incremento en la tasa de interés de política monetaria produce una variación positiva en el diferencial de tasas de interés de largo plazo (lado izquierdo de la expresión (6)). Esto propicia una afluencia de capitales hacia el país ya que los inversionistas buscan la mejor tasa de retorno para sus capitales. A su vez, un mayor flujo de capitales genera un incremento en la oferta de moneda extranjera en el país y conlleva hacia la apreciación del tipo de cambio. Dicha apreciación cambiaria reduce la brecha del tipo de cambio real, \bar{z}_t , y, por consiguiente, disminuye la brecha del producto para consumo externo, \bar{x}_t , de acuerdo con la ecuación (2), y la brecha del producto total, \bar{y}_t , de acuerdo con la ecuación (3). La disminución en la brecha del producto total contribuye a reducir la inflación, p_t , tal y como lo indica la Curva de Phillips, expresión (4).

El canal del tipo de cambio consiste en el efecto directo que tiene una variación cambiaria en el nivel de precios doméstico. De acuerdo a la Curva de Phillips, ecuación (4), una apreciación del tipo de cambio reduce la brecha del tipo de cambio real, z_t , y por lo tanto, la inflación.

Por último, las expectativas de los agentes económicos juegan un papel importante en la determinación del nivel de precios. El MMS contempla expectativas de inflación, ecuación (10), y expectativas cambiarias, ecuación (11). Las expectativas de inflación se forman por un proceso que incorpora inercia y expectativas racionales. Luego, éstas influyen directamente en la inflación a través de la Curva de Phillips, ecuación (4). Las expectativas cambiarias se forman según el proceso descrito por la ecuación (11) y afectan la economía a través de la paridad descubierta de la tasa de interés, ecuación (6).

ii) Información auxiliar

La información auxiliar necesaria para obtener los pronósticos por medio del MMS es la siguiente: a) un sistema de manejo de datos; b) pronósticos de inflación de corto plazo; c) modelos satélites; y, d) otra información relevante.

a) Sistema de manejo de datos

El sistema de manejo de datos consiste de una base de datos que contenga información actualizada de las principales variables que componen el MMS, así como de reportes de monitoreo de información elaborados por los encargados de manejar la base de datos, en los cuales se indican los posibles efectos en el MMS y en los pronósticos de corto plazo, derivados de la información que acaba de ser publicada.

Este sistema facilita la obtención de información para las personas que manejan el MMS y para los encargados de elaborar pronósticos de corto plazo. Dicha información podrá obtenerse de manera oportuna y será la información oficial que podrá ser consultada por cualquier miembro del personal del área económica del Banco Central.

b) Pronósticos de inflación de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo se obtienen por medio de la unificación de criterios pertenecientes a diversos expertos en materia de inflación de diversas áreas del Banco Central. Dichos expertos fundamentan sus puntos de vista con base en modelos ARIMA⁸⁰, VAR⁸¹ y de regresión múltiple, así como en información relevante de acuerdo a su experiencia asociada al comportamiento del índice general de precios al consumidor.

Los pronósticos derivados de dicho consenso, usualmente correspondientes a los dos trimestres más próximos, son utilizados como condiciones iniciales en las simulaciones producidas por el MMS. Estas

⁸⁰ ARIMA (Auto Regressive Integrated Moving Average) es un modelo de series de tiempo de una sola variable, que incorpora explícitamente componentes auto-regresivos, integrados y de medias móviles.

⁸¹ VAR (Vector Auto Regressive) es un modelo de series de tiempo de más de una variable, en el que las mismas se comportan como vectores auto-regresivos.



últimas, por su parte, son más útiles para obtener pronósticos de mediano plazo, en los cuales cada variable tiende hacia su valor de equilibrio de largo plazo y las relaciones entre variables tienen sustento en la teoría macroeconómica.

c) Modelos satélites

Este tipo de modelos comprende a los modelos utilizados para pronosticar el comportamiento de las variables exógenas incluidas en el MMS. Usualmente modelos ARIMA o VAR son utilizados para tal efecto, y los pronósticos para las variables exógenas derivados de los mismos se incluyen como insumo para el MMS. En algunos casos, pueden utilizarse pronósticos generados por firmas especializadas (por ejemplo, para el caso de los precios futuros del petróleo)⁸².

d) Otra información relevante

Adicionalmente a los aspectos mencionados, el MMS también utiliza información relevante proporcionada por los miembros del equipo de pronóstico, encargados de indicar los efectos de diversas variables de origen interno y externo en los precios domésticos. La opinión de dichos analistas es valiosa para los encargados de elaborar los pronósticos del MMS.

Por otro lado, también se incorpora en el MMS los resultados de las reflexiones y los análisis que haga el Comité de Ejecución con base en el comportamiento de las variables indicativas de política monetaria y en otros elementos de juicio que dicho Comité considere relevantes. Al respecto, cabe enfatizar la necesidad de que el equipo de pronóstico interactúe con el Comité de Ejecución, para que el MMS incorpore los puntos de vista de los miembros del mencionado Comité. De lo contrario, los pronósticos generados por el MMS serían de poca relevancia en el proceso de toma de decisiones del Comité de Ejecución, en materia de política monetaria.

⁸² Al respecto, cabe indicar que el banco central actualmente compra los pronósticos de los precios a futuro del petróleo y sus derivados de la empresa *Global Insight*, y está en el proceso de adquirir los pronósticos de inflación, del PIB y de diversas tasas de interés de los Estados Unidos de América, de la empresa *Consensus Forecast*.



iii) Balance de riesgos y recomendación de política monetaria

El balance de riesgos se refiere al análisis de las simulaciones de escenarios posibles para las variables endógenas, principalmente para la inflación y para la tasa de interés de política monetaria, que puedan resultar derivados del comportamiento futuro de las variables exógenas contenidas en el MMS.⁸³

Derivado del balance de riesgos, se emite una recomendación de política monetaria para que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en el contexto de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, determinada por la Junta Monetaria, la tome en cuenta como un elemento de su análisis, en torno a la posibilidad de modificar o mantener constante la tasa de interés de política monetaria.

iv) Mecanismo de funcionamiento del SPAPM

El SPAPM es un proceso que se lleva a cabo trimestralmente en varias etapas y que incluye a toda el área económica del Banco Central. En el Cuadro 1 se lista el conjunto de actividades que conlleva el SPAPM, de manera cronológica.

⁸³ Las variables endógenas del MMS son las siguientes: la inflación, la brecha del producto, la tasa de interés de política monetaria, la tasa de interés de mercado de largo plazo, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real. Por su parte, las variables exógenas contenidas en el MMS son las siguientes: la inflación externa, la tasa de interés externa, la brecha del producto externo, los precios internacionales del petróleo, el riesgo país y la brecha entre tasas de interés de corto y largo plazo. Cabe indicar que, para efectos del modelo, las variables externas se refieren fundamentalmente a variables de los Estados Unidos de América.



Cuadro 1
Actividades a Realizarse en el SPAPM

No.	Asunto	Resultado de la Actividad	Participantes
1	Sesión sobre Análisis de Coyuntura (<i>Issues Meeting</i>)	Listado de asuntos que merecen atención especial para el pronóstico de inflación de corto plazo.	Gerente Económico (GE) y Equipo de Pronósticos (EP)
2	Sesión sobre Técnicas de Pronóstico	Listado de modificaciones a los modelos que se usarán en los pronósticos de corto plazo.	EP
3	Sesión sobre Condiciones Iniciales (<i>Initial State Meeting</i>)	Explicación económica de las condiciones iniciales para el MMS. Adicionalmente, se establecerán los valores que serán propuestos al Comité de Ejecución (CE).	GE y EP
4	Sesión sobre el Estado Inicial de la Economía	Valores que serán usados como condiciones iniciales en el modelo semiestructural, para efectuar el pronóstico. Dentro de dichos valores se incluyen los pronósticos de largo plazo de las variables exógenas obtenidos de fuentes externas.	Comité de Ejecución (CE)
5	Primera versión del Pronóstico (<i>First Version of Forecast</i>)	Explicación económica del pronóstico y listado de ajustes al pronóstico.	GE y EP
6	Sesión de Anuncio oficial del Pronóstico de Inflación	El coordinador del EP efectúa el reporte de inflación al CE.	CE
7	Reunión del Comité de Ejecución	El CE se reúne para analizar cambios en la tasa de interés de política monetaria.	CE
8	Sesión de Análisis <i>post mortem</i>	Listado de modificaciones al SPAPM a ser aplicadas en el siguiente trimestre.	GE y EP

D. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las variables indicativas tienen como objetivo evaluar en qué medida se están logrando las metas, de tal manera que permitan orientar las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia.

A continuación se presentan las variables indicativas a las que se propone dar seguimiento en 2006.

1. Tasas de interés

Para 2006, con el fin de procurar la estabilidad en el mercado de dinero y evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se continuará dando seguimiento a la tasa parámetro (Tasa Taylor ajustada), así como a las tasas de interés de paridad, las cuales se comentan a continuación.

a) Tasa parámetro

La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala, se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado “Tasa Parámetro”⁸⁴.

Cabe indicar que el Banco de Guatemala desde hace algunos años ha venido intensificando esfuerzos necesarios para encauzar el diseño y ejecución de la política monetaria, en un esquema de metas explícitas de inflación, dándole seguimiento, entre otras variables, a la tasa de interés a partir de la Tasa Parámetro. En ese orden, cabe enfatizar que los países que aplican el esquema de metas explícitas de inflación utilizan como variable guía la tasa de interés líder, dado que ésta capta mejor las intenciones de la autoridad monetaria respecto a la absorción o inyección de liquidez en la economía mediante la utilización de operaciones de estabilización monetaria como principal instrumento de política monetaria. En la práctica, el uso de la tasa de interés dentro de un sistema de metas explícitas de inflación reduce la dependencia por parte de la política monetaria del monitoreo o seguimiento de algún agregado monetario específico (por ejemplo, la oferta de dinero en sentido restringido o ampliado). Actualmente y dado que las innovaciones financieras han modificado el vínculo entre la emisión monetaria y el comportamiento de la inflación, al menos en el corto plazo, el cálculo de la Tasa Parámetro permite que se le

⁸⁴ En forma algebraica la Tasa Parámetro se define de la siguiente manera: $ip = [\pi + (i_p - \pi^e)] + \{ 1/3 [VTC + (\pi^e - \pi^i)] + [1/3 (IMAE - Y^e) + [1/3(\pi - \pi^e)]] \}$; en donde π = ritmo inflacionario; π^e = inflación esperada según meta de política; VTC = variación relativa interanual del tipo de cambio; π^i = inflación internacional; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; y, Y^e = crecimiento esperado del PIB.



utilice como variable guía del sesgo de la política dentro de un esquema de metas explícitas, de manera que los agentes económicos, al observar los cambios en dicha tasa, puedan anticipar el grado de restricción o laxitud de las acciones de la política monetaria.

Para el seguimiento de la Tasa Parámetro, en 2006 se continuará elaborando dicha variable y comparándola tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria (que agrupa la totalidad de montos y plazos de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días), como con la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días.

b) Tasa de paridad

A la par de la tasa parámetro conviene contar con otro indicador de referencia sobre lo que podría ser el comportamiento de la tasa de interés que sea compatible con las metas de política, para lo cual puede obtenerse un indicador que compare la competitividad de la tasa de interés pasiva doméstica respecto de la tasa de interés de paridad, de tal forma que se pueda ir evaluando si el nivel de la tasa de interés doméstica induce a una salida o a un ingreso de capitales que podría generar variabilidad en el tipo de cambio nominal o en la oferta monetaria. En tal sentido, es conveniente dar seguimiento a la evolución de la tasa de interés pasiva de paridad.

El cálculo de la tasa de interés de paridad está compuesto de tres elementos: a) una tasa de interés internacional comparable; b) una prima de riesgo cambiario; y, c) una prima de riesgo país. En cuanto al primer elemento, para la tasa de interés internacional comparable actualmente se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América. La prima de riesgo cambiario se estima mediante una aproximación de las expectativas de depreciación o apreciación en el mercado de futuros guatemalteco; es decir, se calcula la variación porcentual entre el tipo de cambio cotizado en el mercado de futuros a un año y el tipo de cambio promedio observado (compra y venta) negociado en el mercado institucional de divisas en la fecha de análisis. En relación a la prima de riesgo país, ésta se estima calculando la diferencia entre la tasa de retorno de los bonos guatemaltecos colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado

de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Se considera que las metodologías utilizadas para el cálculo de la prima de riesgo país y la de riesgo cambiario son las mejores aproximaciones disponibles, por lo que continúan siendo válidas en términos generales. Para el caso de las tasas externas, se estima que la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América, refleja de manera adecuada el costo de oportunidad de los inversionistas nacionales, toda vez que es el mercado financiero que más influye en los flujos financieros, debido a su proximidad e importancia.

2. Emisión monetaria

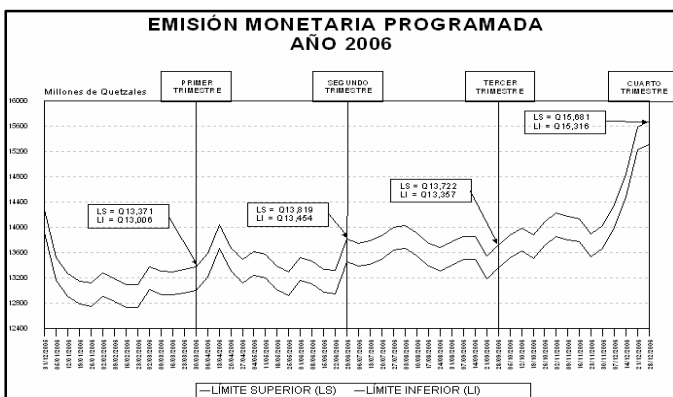
La emisión monetaria constituye un indicador de los niveles de liquidez primaria existentes en la economía, cuyo seguimiento y proyección son útiles para anticipar posibles presiones sobre el nivel general de precios.

En ese sentido, actualmente se realiza una estimación puntual y una estimación por rango de la emisión monetaria, congruente con la meta de inflación y con el crecimiento previsto de la actividad económica. Sin embargo, dado que la meta de inflación tiene un rango de tolerancia, es procedente considerar como normal que los niveles de emisión fluctúen dentro de un corredor, que sea consistente con lo planteado como meta de inflación en la presente propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia.

Las proyecciones del programa monetario para 2006 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación prevista (6% +/- 1 punto porcentual) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 4.4% y, por la otra, con las estimaciones del sector externo y del fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2006 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 9.9% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre de 2005.

Al considerar las perspectivas del sector externo y del comportamiento de los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala, compatibles con la

Gráfica No. 68





demanda estimada de emisión monetaria y con el crecimiento de precios, se esperaría que para 2006 se genere una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q1,400.0 millones, correspondiente al aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas de US\$175.0 millones. Cabe indicar que el aumento de las RIN se explicaría, principalmente, por el ingreso de dos desembolsos de préstamos contratados con el exterior que se tiene programado que ingresen en el primer trimestre. El primero por un total US\$200.0 millones correspondiente al préstamo del Banco Centroamericano de Integración Económica para el “Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión”; y el segundo por un total de US\$100.0 millones correspondientes al préstamo del Banco Mundial para el “Programa para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia”.

Tomando en cuenta el comportamiento indicado de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala moneticen Q6,517.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el rubro de gastos y productos se constituirá en un factor de monetización por Q290.0 millones. Cabe indicar que dentro de este factor el principal egreso está constituido por los intereses de las operaciones de estabilización monetaria que se pagan derivado del esfuerzo de neutralización de liquidez primaria. Asimismo, se recibirán Q37.1 millones por concepto de intereses que devengarán los Bonos del Tesoro⁸⁵ que el Ministerio de Finanzas Públicas trasladó en agosto de 2005 al Banco de Guatemala para cubrir las deficiencias netas de la institución registradas en 2003.

Por su parte, para 2006 los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala constituirían una fuente de monetización, la cual se estima que podría alcanzar alrededor de Q1,080.0 millones.

Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían los depósitos de los bancos del sistema en el Banco Central, debido al efecto del crecimiento esperado de la intermediación financiera que permitiría un aumento de los depósitos del público en los bancos del sistema, lo que a su vez, generaría que éstos incrementaran su nivel de encaje bancario por Q798.0 millones.

⁸⁵ Emitidos a largo plazo y a tasas de interés de mercado.



Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, el factor de cierre de los AIN serían las operaciones de estabilización monetaria-OEMs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería reducir su nivel de operaciones de estabilización monetaria en Q108.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y al analizar los factores de contracción y expansión de liquidez primaria en forma trimestral, para el período enero-marzo 2006 se esperaría un aumento de las RIN de US\$260.0 millones, por lo que, a fin de mantener la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala aumente su saldo de OEMs por alrededor de Q2,304.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaría una contracción de liquidez de origen externo, derivado de una disminución de RIN por US\$2.0 millones. Por su parte, se generaría una expansión de liquidez de origen interno, como resultado del vencimiento de operaciones de estabilización monetaria; no obstante, debido a que aumentaría tanto el nivel de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala como que la demanda de emisión monetaria, se proyecta que se reduzca el nivel de operaciones de estabilización monetaria en Q977.0 millones.

En el tercer trimestre, se esperaría una disminución en el nivel de RIN por US\$57.0 millones y un uso de depósitos del gobierno central por Q1,254.0 millones, lo que incidiría para que dado el comportamiento del resto de factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala tenga que contraer liquidez primaria por Q561.0 millones.

En el cuarto trimestre, como resultado, por una parte, de una contracción prevista de liquidez de origen externo, equivalente a una disminución del nivel de RIN de US\$26.0 millones y, por la otra, de la utilización de depósitos del gobierno central por Q1,009.0 millones y del significativo aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución del saldo de las operaciones de estabilización monetaria por aproximadamente Q1,996.0 millones.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2006
En millones de quetzales

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	6535	6950	7034	7786	28304
Egresos	8404	7225	9293	9820	34742
Corrientes	5415	5229	6454	6234	23332
Capital	2989	1996	2839	3587	11410
Déficit (% del PIB)	1870	275	2259	2035	6438 2.5
Financiamiento Externo NETO	2568	109	37	41	2754
Financiamiento Interno NETO	222	428	969	984	2603
Variación de Caja	-920	-263	1254	1009	1080
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Internacionales Netas	2078	-15	-453	-210	1400
RIN US\$	260	-2	-57	-26	175
II. Activos Internos Netos	2804	727	1729	1257	6517
1. Gobierno Central	-920	-263	1254	1009	1080
2. Resto del Sector público	-227	-100	-389	-191	-907
3. Posición con bancos	325	41	-90	-1074	-798
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	325	41	-90	-1074	-798
4. Otros Activos Netos	135	-192	142	429	514
Gastos y productos	158	16	66	50	290
Otros	-23	-208	75	379	223
5. Vencimientos de OEMs	3491	1240	814	1084	6628
III. CREACION DE LIQUIDEZ	4882	712	1277	1047	7917
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-913	448	-98	1959	1397
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-5795	-264	-1374	913	-6520
D. COLOCACION DE OEMs	5795	264	1374	-913	6520
E. COLOCACIONES NETAS (-) OEMs	-2304	977	-561	1996	108

Cabe indicar que debido a que las OEMs constituyen el factor de cierre de los AIN del Banco de Guatemala, éstas se ajustarían para corregir, de ser necesario, cualquier desvío que presente el resto de factores monetizantes estimados en el programa trimestral para 2006.



3. Medios de pago

Los medios de pago -M2- miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma que sea consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero.

En virtud de lo anterior, se tiene que para 2006 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 13.0% y 15.0%, en términos interanuales, consistente, por una parte, con un corredor esperado para todo el año y, por la otra, con los límites superior e inferior mencionados.

4. Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado como variable de seguimiento es importante, ya que mide el monto de recursos financieros que utiliza la economía para financiar la actividad real. De esa cuenta, su seguimiento permite tener una percepción de las presiones que podría generar sobre la tasa de interés, los precios de los bienes y servicios, y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al igual que en el caso de los medios de pago, se estima una tasa de crecimiento total del crédito bancario al sector privado, incluyendo moneda nacional y moneda extranjera, de tal forma que el crédito total al sector privado guarde congruencia con la meta de inflación prevista por la autoridad monetaria. De esa forma, se espera para 2006 un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado de entre 16.0% y 18.0%, en términos interanuales, consistente, por una parte, con un corredor esperado para todo el año y, por la otra, con los límites superior e inferior antes mencionados.

5. Inflación subyacente esperada

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada



variabilidad (mayormente estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria. Cabe indicar que al igual que en 2005 se continuará utilizando la inflación subyacente esperada como variable de seguimiento con base en modelos econométricos apropiados.

6. Expectativas de inflación del sector privado

Las expectativas de inflación se definen como la creencia pública acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que, para un cierto período se formen los agentes económicos pueden, en algunas circunstancias, influir en forma sustancial (e independiente del comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en el período de que se trate. En efecto, puede ocurrir que, para un comportamiento dado de los fundamentos de la economía, el hecho de que las expectativas de inflación sean altas cause una disminución de la demanda real de dinero; tal disminución, por su parte, generaría un aumento en el nivel general de precios y, por ende, una mayor tasa de inflación, para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Por el contrario, si las expectativas de inflación fueran bajas, ello causaría un aumento en la demanda real de dinero que generaría una menor tasa de inflación, también para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Cabe indicar que sus efectos se manifiestan no sólo en el nivel de precios futuros sino también en las tasas de interés y en el tipo de cambio.

En el contexto descrito, para 2006 se propone continuar el seguimiento, al igual que en 2004 y en 2005, del pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas del sector privado⁸⁶. Su seguimiento permitirá tener una medición de las expectativas inflacionarias del sector privado.

7. Expectativas implícitas de inflación

La encuesta de expectativas de inflación del panel de expertos del sector privado constituye una forma directa para obtener la percepción de un grupo

⁸⁶ Encuesta mensual dirigida a analistas privados nacionales e internacionales, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la percepción de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



representativo respecto de las expectativas de inflación de los agentes económicos. No obstante, también existen formas indirectas de conocer las citadas expectativas, una de ellas es la que en el ámbito de la literatura económica se le conoce como expectativas implícitas de inflación. Dichas expectativas se obtienen a través de la denominada ecuación de Fisher, la cual puede ilustrarse con la siguiente expresión:

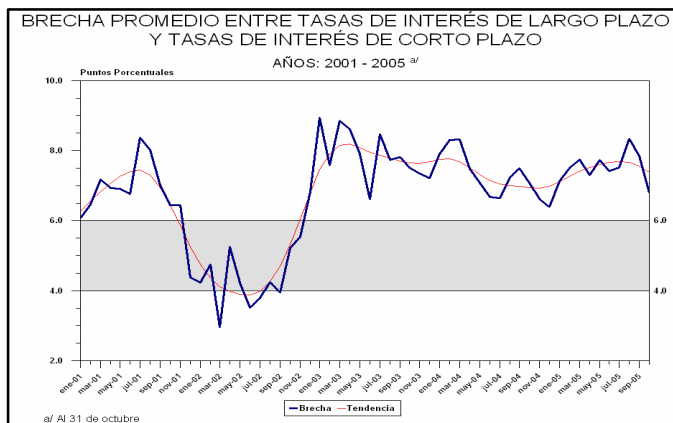
$$\text{Tasa de interés nominal} = \text{Tasa de interés real} + \text{inflación esperada}$$

De dicha expresión se puede inferir que mayores expectativas de inflación requerirán una mayor prima de inflación y, consiguientemente, una mayor tasa de interés nominal. En ese mismo sentido, una reducción de las expectativas de inflación inducirá una reducción en la prima de inflación requerida por los inversionistas, por lo tanto, la tasa de interés nominal estaría disminuyendo.

En el contexto descrito, una forma indirecta o implícita de conocer la prima de inflación es mediante el cálculo de la brecha entre la tasa de interés de largo plazo y la tasa de interés de corto plazo. Dicha brecha se constituye en una aproximación de las expectativas de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de la inflación. La idea que subyace en la afirmación anterior se basa en el hecho de que, por lo general, las tasas de interés de largo plazo son más altas que las de corto plazo, debido a que a medida que mayor es el plazo de una inversión, existe el riesgo de que los rendimientos futuros disminuyan a causa de que la inflación aumente; es decir que, si las expectativas de inflación de los agentes económicos son altas, la prima de inflación que requerirán en sus tasas de rendimiento nominales también lo serán. La evidencia empírica en otros países muestra que por lo general las tasas de interés de largo plazo se mueven en la misma dirección que las de corto plazo. Una excepción a dicho hallazgo es cuando un Banco Central, con el propósito de abatir la inflación, incrementa las tasas de interés de corto plazo, y como resultado de ello se produce una reducción en la tasa de interés de largo plazo, reflejando una alta credibilidad en que la medida adoptada reducirá la inflación futura (originándose el efecto Fisher, dado que la prima de inflación se estaría reduciendo).

La metodología que se propone para realizar la medición de las expectativas implícitas de inflación se basa en el cálculo de diferentes brechas entre tasas de interés de largo plazo y tasas de interés de corto plazo. Para el caso de las tasas de interés de largo plazo se propone utilizar las tasas de interés promedio ponderado del sistema bancario (activa total y préstamos nuevos) y para el caso de las de corto plazo se sugiere utilizar la tasa promedio ponderado del mercado de reportos de 1 a 7 días y un promedio ponderado de las tasas de interés de los CDPs del Banco de Guatemala para los plazos comprendidos entre 7 y 182 días. El promedio de las brechas obtenidas se constituiría en un indicador adecuado para medir las expectativas implícitas de inflación.

Gráfica No. 69



Al aplicar la metodología mencionada y analizar el comportamiento de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo y la de corto plazo entre enero de 2001 y octubre de 2005, se observa que desde mayo de 2003 las expectativas implícitas de inflación redujeron su volatilidad; sin embargo, se observa que han permanecido por arriba del rango meta establecido por la política monetaria para el citado período (4% - 6%), lo que, en términos de orientación de la referida política, indicaría la necesidad de restringirla.

Tomando en cuenta lo anterior, para 2006 se propone, en adición a la encuesta de inflación al panel de analistas privados, incluir como variable indicativa el cálculo de las expectativas implícitas de inflación. Cabe indicar que su seguimiento complementará la medición de las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual es fundamental en un esquema de metas explícitas de inflación.

8. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) mide, de forma interrelacionada, los cambios en la tasa de interés y en el tipo de cambio respecto a un año base predeterminado, permitiendo señalar la dirección que podría tomar la política monetaria; es decir, si ésta debe ser más o menos restrictiva derivado del comportamiento observado tanto en la tasa de interés como en el tipo de cambio.



En tal sentido, una depreciación (apreciación) del quetzal implica un aumento (reducción) de las exportaciones netas, por lo que, si esta no es compensada con un aumento (reducción) equivalente de las tasas de interés, se convierte en un excedente (faltante) de demanda agregada, lo que se refleja en una caída (alza) del ICM, indicando un relajamiento (restricción) de la política monetaria.

Tomando en consideración que en el caso de Guatemala el ICM varía fundamentalmente por variaciones en el tipo de cambio nominal, las cuales en algunas ocasiones responden a su comportamiento estacional, se hace necesario buscar un método para suavizar el ICM de las variaciones del tipo de cambio nominal, a efecto de que la orientación de política monetaria proporcionada por dicha variable sea la esperada por la autoridad monetaria. Lo anterior puede lograrse estimando un margen de fluctuación para el ICM. Con dicho propósito, se estableció que el referido margen equivale a (+ / -) 0.8 puntos porcentuales, en los que puede fluctuar el ICM manteniendo una política neutral⁸⁷.

E. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2006, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

1. Enfoque en el objetivo fundamental

La existencia de un objetivo fundamental en términos de promover la estabilidad en el nivel general de precios en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, permite al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de esa meta, que es la mejor contribución que puede ofrecer para la creación y el mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. Es por ello que todas las funciones y atribuciones del Banco Central deben realizarse privilegiando la estabilidad en

⁸⁷ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del Índice de Condiciones Monetarias (ICM) registrada en promedio durante los años 2003 – noviembre 2005.



el nivel general de precios; es decir, cualquier acción de política que se emprenda buscando otros objetivos secundarios, debe realizarse sin menoscabo de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria.

2. Cambios en el marco operativo de la política monetaria

a) Modificaciones al marco operacional para hacerlo consistente con el esquema de metas explícitas de inflación y avances durante 2005

A continuación se presenta una matriz comparativa que ilustra los avances del esquema operativo de realización de operaciones de estabilización monetaria para hacerlo consistente con el esquema monetario completo de metas explícitas de inflación.

<u>Modificaciones a efectuar</u>	<u>Avances en 2005</u>
i. Escoger una única tasa de interés líder de política monetaria y no fijar las tasas de interés en el resto de plazos de la curva de rendimiento	i. El Comité de Ejecución, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero dicha tasa de interés fuera la correspondiente al plazo de 7 días. Asimismo, el Comité decidió que a partir del 4 de enero, para el resto de plazos, las tasas de interés fueran determinadas de acuerdo con las condiciones de mercado
ii. Afinar la participación del Banco de Guatemala en los mecanismos de colocación directa (MEBD y bolsas de valores), a manera de reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo	ii. El Comité de Ejecución decidió que, a partir del 4 de enero de 2005, se eliminara el cupo de captación para el plazo de 7 días, situación que propició la estabilidad de la tasa de interés en las operaciones de política monetaria del Banco de Guatemala, al plazo mencionado



<p>iii. Coadyuvar a reducir la volatilidad de las tasas de interés, para lo cual sería necesario que el Comité de Ejecución defina las sesiones en las cuales tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de la Política Monetaria, de preferencia no más de una vez por mes</p>	<p>iii. El Comité de Ejecución, el 7 de enero de 2005, determinó que las sesiones en las cuales tomaría decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria, serían calendarizadas para la sesión posterior al 15 de cada mes, lo cual se fundamentó en el hecho de que, en esa fecha, se podría conocer y analizar con tiempo el dato mensual de inflación, para tomar una decisión debidamente estudiada</p>
<p>iv. Alternar los plazos en las licitaciones, a fin de reducir la competencia entre los mismos</p>	<p>iv. El Comité de Ejecución, el 24 de junio de 2005, acordó que a partir del 4 de julio del mismo año, los lunes de cada semana se licitaran CDPs a los plazos de 91 y 364 días; los miércoles a los plazos de 182 y 728 días; y, los viernes, a los plazos de 1456 días (4 años), 2184 días (6 años) y 2912 días (8 años)</p>
<p>v. Adaptar el método de proyección de liquidez a una base de cálculo de oferta y demanda de reservas bancarias, que es el indicado en un régimen formal de metas de inflación</p>	<p>v. Los departamentos técnicos, con base en los estudios respectivos, a partir del 13 de mayo de 2005, introdujeron modificaciones a la estimación de la liquidez agregada, usando una estimación econométrica para el caso del encaje requerido y un análisis de ciclo de encaje para el cálculo de la posición de encaje</p>
<p>vi. Modificar la estructura del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria en <i>front office</i>, <i>middle office</i> y <i>back office</i></p>	<p>vi. La Junta Monetaria, en resolución JM-106-2005, del 22 de junio de 2005, resolvió, entre otros asuntos, modificar el nombre del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto por el de Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, de manera de adoptar el esquema operacional de <i>front office</i>, <i>middle office</i> y <i>back office</i>. Con esta disposición se viabilizó la implementación de una adecuada segregación de funciones, lo cual contribuye a la creación de un marco de gestión más apropiado para la adopción del régimen completo de metas explícitas de inflación, así como para una adecuada rendición de cuentas y de transparencia en las actuaciones del Banco Central</p>



vii. Reducir la frecuencia de las licitaciones de CDPs, con montos fijos (cupos) para cada plazo	vii. El Comité de Ejecución, a partir del 31 de enero, determinó limitar las licitaciones a 3 por semana (lunes, miércoles y viernes). Asimismo, el Comité dispuso que a partir del 4 de enero de 2005 se establecieran cupos para aquellos plazos que se convocaran por medio del mecanismo de licitaciones, en función de las estimaciones de neutralización de liquidez
viii. Reducir el número de plazos en cada licitación	viii. El número de plazos en cada licitación se ha reducido durante el año en forma paulatina. Este proceso se estima que continúe en 2006, de manera de seguir impulsando el desarrollo del mercado secundario de valores
ix. Comenzar con la emisión de CDPs por fechas de vencimiento, a fin de contribuir con el desarrollo del mercado secundario	ix. Pendiente
x. Principiar con la expedición de CDPs desmaterializados	x. Pendiente

b) Medidas que se sugieren para 2006

i) Comenzar con la emisión de CDPs por fecha de vencimiento, a fin de promover el desarrollo del mercado secundario

Los CDPs se expiden con motivo de la constitución del depósito realizado mediante los diferentes mecanismos autorizados por la Junta Monetaria al Banco de Guatemala para la ejecución de política monetaria, con diferentes montos, plazos y tasas de interés, lo cual ocasiona que en el mercado financiero exista una gran cantidad de CDPs con características distintas, que dificultan su comparación e intercambio y, por lo tanto, limitan la profundidad y el desarrollo del mercado secundario. Con el propósito de solventar las limitaciones mencionadas, se propone dotar de características a los CDPs tales como igual fecha de vencimiento, igual fecha de pago de intereses, así como igual valor nominal. En ese sentido, el Banco de Guatemala podría expedir CDPs creando puntos de referencia que propicien la formación de una curva de tasas de



interés; es decir, concentrados en fechas de vencimiento que permitan constituir una “masa crítica”⁸⁸, de tal forma que el mercado los identifique como instrumentos líquidos y que contribuya al establecimiento de un *benchmark* de emisión⁸⁹.

Por último, cabe indicar que la implementación de esta medida requiere de un proceso gradual, pues es preciso seguir cuidadosamente una estrategia que, entre otros aspectos, tome en cuenta la incorporación de los agentes económicos que participarían en el mismo.

ii) Permitir la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala

Actualmente, la expedición de los CDPs se efectúa a solicitud de los depositantes, en uno o varios certificados físicos, o bien se realizan registros en custodia. En el caso de los CDPs físicos, no obstante sus características de seguridad, al ser negociados en los mercados de reportos y secundario, en virtud de su movilización y transferencia del reportado al reportador y del vendedor al comprador, están expuestos a riesgos de pérdida, robo, alteración, falsificación o destrucción. En ese sentido, con el propósito de contribuir al desarrollo de un mercado secundario ágil y seguro, en el cual se minimicen algunos de los riesgos mencionados y se reduzcan los costos de transacción asociados y el ciclo de liquidación, se propone; i) que los CDPs expedidos con motivo de adjudicaciones efectuadas a instituciones financieras, en el mecanismo de licitaciones, sean registrados en custodia en el Banco Central; ii) con el propósito de dinamizar el mercado secundario de CDPs, se propone que se permita el cambio de la titularidad de los CDPs registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala, con motivo de transacciones financieras que se realicen en los mercados de reportos y secundario, por las instituciones financieras, en las bolsas de valores autorizadas para operar en el país; y, iii) que los CDPs expedidos físicamente, que se

⁸⁸ Volumen que garantiza la liquidez de las colocaciones con determinada fecha de vencimiento. (Programa de Estándares Regionales para la Deuda Pública. Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano, 2003.)

⁸⁹ Emisión de valores que es suficientemente grande y transada activamente para que su precio pueda servir como punto de referencia para otras emisiones de similar vencimiento. (Developing Government Bond Markets –A Handbook-, Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, julio de 2001.)



encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

Para viabilizar la forma de operar dicha propuesta, se modificarían las normas contenidas en el “Reglamento para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por medio de Licitaciones en las Bolsas de Valores autorizadas para Operar en el País”, emitido con fundamento en lo dispuesto por la Junta Monetaria en el numeral 1 de la resolución JM-482-92.

3. Flexibilidad cambiaria

El régimen cambiario vigente es flexible y, por ende, el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. A ese respecto conviene recordar que, en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible tener simultáneamente el control del tipo de cambio y de otra variable nominal, como la tasa de inflación o un agregado monetario, lo cual no es más que reiterar que una política de estabilización monetaria no puede descansar sobre el establecimiento de dos anclas nominales, por lo que resulta evidente que la acción del Banco de Guatemala debe centrarse en mantener una inflación baja y estable, a efecto de no generar distorsiones en el resto de variables macroeconómicas.

No obstante lo anterior, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el mercado cambiario. En primer lugar, en una economía abierta el tipo de cambio afecta el precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual incide a su vez en la demanda doméstica y externa de bienes producidos localmente y, por lo tanto, influye en el comportamiento de la demanda agregada y de la inflación. En segundo lugar, existe también un canal directo por el cual el tipo de cambio afecta el precio en moneda local de los bienes importados, por lo que una alta volatilidad cambiaria puede distorsionar los mensajes que envían los precios relativos domésticos al mercado. En tercer lugar, como agente financiero del Estado, el Banco Central debe adquirir y proveer divisas al gobierno para la atención de sus obligaciones, por lo que el Banco de Guatemala podría participar en el mercado cambiario con el propósito de adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público.

En el contexto descrito, y con el propósito de que la participación del Banco Central se base en criterios objetivos que sean conocidos por el mercado, se propone una regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, a efecto de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia; dicha regla está basada en promedios móviles de los tipos de cambio de referencia de compra y de venta, y en márgenes de fluctuación del tipo de cambio, en cuyos límites el Banco Central mantendría, simultáneamente, posturas de compra y de venta, que al agotarse, activarían un mecanismo de subastas que permitiría al Banco Central participar comprando o vendiendo divisas, según sea el caso, evitando con ello comprar o vender divisas innecesariamente y a precios fuera de mercado.

El tipo de cambio a utilizar en la regla propuesta estará dado por los tipos de cambio de referencia de compra y de venta, cuya estimación presenta un rezago estadístico de dos días, lo cual, sin embargo, no implicaría que la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario también refleje dicho rezago, toda vez que cuando el tipo de cambio de mercado rebase los márgenes de fluctuación establecidos, la participación del Banco Central, por medio de subastas, se daría a los precios que prevalezcan en el mercado en ese momento.

Cabe indicar que la regla propuesta plantea que las posturas de compra de divisas por parte del Banco de Guatemala se basen en el comportamiento histórico (media móvil de cinco días hábiles) del tipo de cambio de compra, en tanto que las posturas de venta de divisas del Banco Central se basen en el comportamiento histórico del tipo de cambio de venta, en vez de que ambas posturas se basen en el comportamiento histórico del promedio de los tipos de cambio de compra y de venta (suma de los tipos de cambio de referencia de compra y de venta dividido entre dos) como se opera actualmente. La modalidad de participación propuesta evitaría que, por ejemplo, movimientos en el tipo de cambio de venta del mercado, que todavía no se hubiesen transmitido al tipo de cambio de compra del mercado, obligasen al Banco Central a modificar su postura de compra de divisas y lo situasen fuera del mercado de compra, incluso exponiéndolo a sufrir potenciales pérdidas cambiarias.



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

No está de más indicar que el mecanismo de liquidación anterior se agilizaría aún más cuando las operaciones que se efectúen por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- se liquiden en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, en virtud que en este sistema las operaciones se liquidarían en línea y en tiempo real.

Las características de la regla propuesta son las siguientes:

Para la compra: el Banco de Guatemala mantendrá una postura en el SINEDI de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%. Dicho monto tendría el propósito de brindar un mensaje al mercado acerca de la disposición del Banco Central de participar en el mercado cambiario, a fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio. En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará inmediatamente a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio máximo de adjudicación de esta subasta será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%. En caso se adjudique nuevamente el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de



tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio máximo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior. En el caso de que nuevamente se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta, procediendo en la misma forma pero sin exceder un máximo de cinco subastas de compra de divisas por día. Se estima que el precio máximo de adjudicación para la segunda y subsiguientes subastas de compra es el apropiado para la participación del Banco de Guatemala y se descarta la utilización del precio más bajo recibido en las posturas adjudicadas, en virtud de que no resulta procedente que el precio demandado por alguna institución en particular, sea el que determine la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, ya que ello estaría induciendo a que el Banco Central operara con precios fuera de mercado y estaría enviando señales equivocadas a los agentes económicos, con lo cual podría exacerbarse la volatilidad del tipo de cambio.

Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de compra de divisas, el Banco Central ingresará una postura de compra en el SINEDI por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de compra del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%.

Para la venta: el Banco de Guatemala mantendrá una postura en el SINEDI de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%. Dicho monto tendría el propósito de brindar un mensaje al mercado acerca de la disposición del Banco Central de participar en el mercado cambiario, a fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio. En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará inmediatamente a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio mínimo de adjudicación de esta subasta será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de



referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%. En el caso de que se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio mínimo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior. En caso se adjudique nuevamente el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta procediendo en la misma forma, sin exceder un máximo de cinco subastas por día. Se estima que el precio mínimo de adjudicación para la segunda y subsiguientes subastas de venta es el apropiado para la participación del Banco de Guatemala y se descarta la utilización del precio más alto recibido en las posturas adjudicadas, en virtud de que no resulta procedente que el precio demandado por alguna institución en particular, sea el que determine la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, ya que ello estaría induciendo a que el Banco Central operara con precios fuera de mercado y estaría enviando señales equivocadas a los agentes económicos, con lo cual podría exacerbarse la volatilidad del tipo de cambio.

Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de venta de divisas, el Banco Central ingresará una postura de venta en el SINEDI por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de venta del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%.

Cabe mencionar que el monto diario máximo propuesto de US\$50.0 millones, tanto para la compra como para la venta de divisas, dividido en cinco subastas diarias, equivale al monto promedio de las operaciones que diariamente se realizan en el Mercado Institucional de Divisas. Al respecto, se estima que dicho monto es adecuado porque en aquellos días en los que se observara un comportamiento atípico, con alta volatilidad del tipo de cambio, significaría que el Banco de Guatemala participaría, como mínimo, con un monto igual al monto promedio negociado en el mercado, lo que se considera suficiente para desvanecer la volatilidad excesiva.



Adicionalmente, si la situación lo amerita, el Comité de Ejecución se reuniría en forma extraordinaria, en cuyo caso decidiría montos adicionales a subastar, tanto para la compra como para la venta de divisas, informando a la Junta Monetaria, en su sesión más próxima, sobre la decisión adoptada.

F. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Operaciones de estabilización monetaria

La estabilización de las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés y tipo de cambio) que se ha logrado, se explica por el apoyo de la política fiscal a la monetaria y por la aplicación de una política monetaria que, con la elección de un ancla nominal (meta de inflación) y dentro del contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, se ha apoyado en la realización de OEMs.

En ese sentido, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2006 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de oferta monetaria, ya que es el instrumento que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Al analizar los vencimientos de las operaciones de estabilización monetaria y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta primaria generada por dichos vencimientos ha sido consistentemente mayor a la demanda de dinero, lo que ha propiciado que constantemente el Banco Central esté neutralizando esos excedentes, de naturaleza estructural. Esta situación evidencia que el Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, puede realizar operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala se acerque a tener una posición neutral frente al mercado de dinero.



IMPORTANCIA DE QUE, EN UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN, EN EL MEDIANO PLAZO, EL BANCO CENTRAL EXHIBA UNA POSICION NEUTRAL FRENTE AL MERCADO DE DINERO

El Banco de Guatemala tiene una posición deudora frente al mercado de dinero, lo cual implica que permanentemente debe neutralizar excedentes de liquidez primaria. Una estrategia que el Banco Central ha adoptado para tener una posición menos deudora en el corto plazo ha sido la colocación de CDPs a plazos largos, aprovechando la coyuntura en que el Ministerio de Finanzas Públicas, al agotar su cupo de colocación, no coloca Bonos del Tesoro en dicho mercado (los cuales, por su naturaleza de servir como fuente de financiamiento, son de largo plazo). La referida estrategia, permite reducir la presión sobre la política monetaria, al no tener que estar recolocando frecuentemente los vencimientos de papeles de corto plazo.

Cabe destacar que mejorar la posición del Banco Central frente al mercado de dinero tiene la bondad de que coadyuva con el proceso de adopción completa de un esquema monetario de metas explícitas de inflación y, con ello, a abatir las expectativas inflacionarias y, consecuentemente, fortalecer la credibilidad de la política monetaria al hacerla más efectiva.

Cabe indicar que la efectividad de la política monetaria se fortalece cuando el Banco Central tiene una posición acreedora o menos deudora frente al mercado de dinero, debido a que ello facilita la ejecución de la referida política, pues el Banco Central incide más efectivamente sobre la tasa de interés de mercado de corto plazo.

Por otra parte, la experiencia de algunos países de Latinoamérica (Chile, México y Brasil) que han adoptado en forma plena el esquema de metas explícitas de inflación, confirma que una posición acreedora del Banco Central permite aumentar la efectividad de la política monetaria y afianzar las bondades del referido esquema monetario. En el caso particular de México, cabe mencionar que el “régimen de saldos diarios” también conocido como “el corto” hubiera sido imposible de implementar si el Banco de México no hubiese tenido una posición acreedora, en virtud de que “el corto” influye sobre el comportamiento de la tasa de interés en el mercado de corto plazo mediante el control de la liquidez bancaria.

2. Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

Si bien es cierto que los bancos centrales con una política monetaria independiente, orientada a la estabilidad en el nivel general de precios en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, enfrentan la restricción del postulado de la trinidad imposible de la macroeconomía abierta, también lo es que en el corto plazo sí pueden implementar medidas transitorias de política monetaria orientadas a desalentar apreciaciones o depreciaciones⁹⁰ aceleradas del tipo de cambio, que ponen en riesgo la estabilidad macroeconómica.

⁹⁰ Por ejemplo, el Banco Central de Chile, que desde 1999 implementó un esquema monetario de metas explícitas de inflación, intervino en el mercado cambiario en 2001 y 2002 con el objeto de moderar depreciaciones aceleradas del peso chileno con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, ya que ello ponía en riesgo la estabilidad macroeconómica y la consecución del objetivo fundamental del Banco Central. También en 2003, el Banco Central de Japón adquirió US\$180,000.0 millones para evitar la apreciación abrupta del tipo de cambio y, con ello, distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas.



En ese contexto, siendo que no existe evidencia suficiente para poder afirmar que la afluencia de capitales al país ha cesado en definitiva y que, por lo tanto, tampoco ha desaparecido definitivamente el riesgo de apreciaciones aceleradas del tipo de cambio asociadas a dicho fenómeno, se estima prudente que el Banco Central para 2006 continúe disponiendo del instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio, extrayendo dólares estadounidenses del mercado en el momento en que (estacionalmente) sean excesivos, para reinyectarlos en el momento en que resulten (estacionalmente) escasos, de conformidad con lo establecido en la Resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004.

3. Encaje bancario

Si bien el encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos años éste no se ha utilizado para tal fin, sino más bien para efectos de resguardo de liquidez. En este sentido, dado que, por una parte, es necesario que se continúe fortaleciendo la confianza en el sistema financiero y, por la otra, que las entidades bancarias mantienen excedentes razonables de encaje bancario, es recomendable continuar con una tasa de encaje de 14.6%.

4. Prestamista de última instancia

La asistencia crediticia del Banco Central a las instituciones financieras debe estar orientada únicamente a solucionar problemas temporales de liquidez, con lo que se persigue impedir que dichos problemas se agraven y puedan presionar innecesariamente las tasas de interés o atentar contra el buen funcionamiento del sistema de pagos; es decir, que dicha asistencia debe ser únicamente una “válvula de seguridad” que responda a movimientos inesperados de la liquidez que eventualmente impidan una distribución fluida de las reservas a través del mercado Interbancario.

Con el objeto de propiciar el adecuado uso de la facilidad de prestamista de última instancia, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece límites a la



función de prestamista de última instancia del Banco Central, a fin de privilegiar la consecución de su objetivo fundamental, el cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios⁹¹.

En ese sentido, la Junta Monetaria en resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, aprobó los lineamientos para el otorgamiento de crédito a los bancos privados nacionales, de conformidad con lo establecido en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, orientado, entre otros, a determinar el procedimiento que de manera general y uniforme debe observarse para el otorgamiento de tales créditos, con el propósito, por un lado, de que se atiendan con la celeridad necesaria las solicitudes que en ese sentido se presenten y, por el otro, que las instituciones bancarias conozcan los requisitos que deben cumplir para obtener dichos financiamientos.

G. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Coordinación con la política fiscal

La coordinación eficiente y eficaz de las gestiones monetaria y fiscal es necesaria para evitar que el peso de la estabilización recaiga exclusivamente en una de las políticas mencionadas y, por consiguiente, se generen distorsiones tales como presiones innecesarias sobre el tipo de cambio, altas tasas de interés, insostenibilidad de la deuda pública e iliquidez del sistema financiero nacional, las cuales pueden mermar el crecimiento económico.

Durante 2005, la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se continuó llevando a cabo mediante un Comité de Coordinación que, conforme lo acordado entre las autoridades del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala, se reúne periódicamente para darle seguimiento a las operaciones realizadas por dichas instituciones, velando porque las mismas sean acordes a un programa monetario consistente y coherente, en el marco del programa económico del país.

⁹¹ Lo mencionado está regulado en el artículo 48 de la ley, el cual establece que el Banco de Guatemala, con base en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria, podrá otorgar crédito a las instituciones bancarias únicamente para cubrir deficiencias transitorias de liquidez.



En el contexto descrito, la continuación para 2006 de una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria constituye una especie de “activo” que fortalece la institucionalidad de la política macro-económica.

2. Modernización del sistema de pagos

El Banco de Guatemala, de acuerdo con el inciso c), artículo 4 de su Ley Orgánica, tiene como función procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, fortaleciendo la confianza y la seguridad del mismo.

Los sistemas de pagos, al facilitar las transacciones económicas y la movilidad de fondos, llegan a constituirse en un factor importante para el buen funcionamiento de la economía. Asimismo, los sistemas de pago coadyuvan a la efectividad de la política monetaria, al desarrollo de los mercados de bienes y financiero y a la estabilidad financiera y monetaria.

Dentro del anterior contexto la Junta Monetaria, en resolución JM-140-2004, aprobó la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos con el fin de fortalecer el marco normativo del sistema de pagos, lograr la cooperación institucional para la modernización del mismo e implementar un sistema de pagos moderno. En ese sentido, se contempló la implementación de un Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR- bajo un marco regulatorio que de certeza legal a dicho sistema. El sistema LBTR, aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-166-2005 del 30 de noviembre de 2005, en su primera fase, que iniciará operaciones a principios de enero de 2006, involucrará a las instituciones bancarias, sociedades financieras, del sector público, la Cámara de Compensación Bancaria y la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero. Para el 2006 deberá implementarse la segunda fase, que consiste en incorporar al referido sistema, los sistemas administrados por la Bolsa de Valores Nacional (Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- y Sistema Electrónico de Liquidación -SEL-), por la Asociación Bancaria de Guatemala (Cámaras de Compensación Automatizadas -ACHs-, por sus siglas en inglés) y a otros participantes expresamente autorizados por el Banco de Guatemala. Lo anterior, se traduce en beneficio directo a la economía del país, a la efec-



tividad de la política monetaria, al desarrollo de los mercados financieros y a la estabilidad macroeconómica.

Por otra parte, el Banco de Guatemala promoverá la preparación de un anteproyecto de ley para normar lo relativo al sistema de pagos del país, el cual contemplará, entre otros aspectos, el relativo a la creación de un Consejo Nacional del Sistema de Pagos.

Por último, en el ámbito regional, el Banco de Guatemala seguirá participando en el proyecto regional de armonización y fortalecimiento de sistemas de pagos de Centroamérica y de la República Dominicana, el cual es coordinado por el Consejo Monetario Centroamericano; asimismo, continuará apoyando el proceso de desarrollo e implementación del Sistema de Interconexión de Pagos, el cual persigue interactuar con los sistemas de alto valor de los bancos centrales de los países de la región.

3. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidas en la ley orgánica y con el fin de que el Banco de Guatemala dé a conocer al público en forma comprensible y accesible los objetivos de la política monetaria, así como las acciones tomadas para la ejecución de dicha política⁹², se propone la calendarización de los temas estratégicos que se deben presentar a Junta Monetaria contenida en el anexo 5. Adicionalmente, a efecto de generar certidumbre en los agentes económicos en la toma de sus decisiones, los bancos centrales que ejecutan la política monetaria en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, anuncian públicamente el calendario anual de las reuniones en las que tomarán decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. La fijación de dichas fechas depende, en cada país, de la frecuencia y de la disponibilidad de información estadística que, luego de ser analizada con detenimiento, apoye la toma de decisiones. En este sentido, a continuación se presenta el calendario que en

⁹² Cabe indicar que en materia de metas explícitas de inflación, la transparencia y rendición de cuentas en un esquema monetario de tal naturaleza constituye un elemento valioso para el diseño, implementación y efectividad de la política monetaria.



el caso del Banco de Guatemala podría anunciarse públicamente para 2006.

**CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE EL COMITÉ DE EJECUCIÓN TOMARÁ
POSICIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA
MONETARIA PARA 2006**

SESIÓN	DÍA
Enero	27
Febrero	24
Marzo	24
Abril	28
Mayo	26
Junio	23
Julio	28
Agosto	25
Septiembre	29
Octubre	27
Noviembre	24
Diciembre	28



III. Las Exigencias Comunicacionales de un Régimen Monetario de Metas Explícitas de Inflación (*Inflation targeting*)

En los últimos años, para el cumplimiento de su principal objetivo, un número creciente de bancos centrales ha adoptado con éxito el régimen monetario conocido como “Metas Explícitas de Inflación” (*inflation targeting*). Como bien se sabe, bajo este esquema, la tasa de inflación para un período determinado es el objetivo directo y el compromiso firme del banco central, en vez de utilizar como objetivo intermedio un agregado monetario, el tipo de cambio u otra variable nominal. Es un marco monetario que implica un uso más discrecional de diversos instrumentos de política monetaria, pues lo fundamental es cumplir con la expresión del objetivo de inflación.

Este marco de política monetaria requiere un aumento en la transparencia de las acciones del banco central y una comunicación e información fluida y constante con el público, ya que permanentemente se deberá informar si la meta de inflación se está cumpliendo, y en caso de desviaciones, explicarlas y corregirlas.

Ello hace también que el proceso de rendición de cuentas sea más estricto, por cuanto que está referido precisamente al cumplimiento de la meta de inflación.

La principal motivación para adoptar el régimen de Metas Explícitas de Inflación (MEI) es que se ha comprobado que es un esquema que puede favorecer la consolidación de la credibilidad en las políticas del banco central y de su objetivo de reducir el ritmo inflacionario. Entre sus ventajas están el permitir una evaluación más tangible del desempeño monetario del banco central, y por ende, una mejor rendición de cuentas ante la sociedad; así como mejorar la comprensión del público hacia la política monetaria. Con la mayor transparencia que ofrece el régimen de MEI, el banco central estará expuesto a un escrutinio público más intenso.

Debido a lo anterior, un régimen monetario de MEI exige requerimientos mucho más estrictos en términos de cantidad, calidad y transparencia de la información pertinente, así como de una estrategia de comunicación con la sociedad para un adecuado seguimiento y monitoreo. Esto último es particularmente relevante, pues sin apoyo público, los esfuerzos de las acciones del banco central bajo un esquema de MEI estarían encaminados al fracaso. Es por ello que resulta particularmente crucial bajo este esquema crear un consenso social en torno a la necesidad de lograr la estabilidad permanente de precios.

¿Cómo puede el público monitorear y evaluar la política monetaria bajo un sistema de MEI? Sin ser una lista exhaustiva, se ha reconocido que los siguientes elementos comunicacionales son necesarios bajo un esquema de MEI:

- a. Anuncio eficaz de metas inflacionarias en un horizonte multi-anual.
- b. Dar a conocer al público –general y especializado– la mayor información posible relacionada con metodologías de cálculo, operaciones, e instrumentación y toma de decisiones de la política monetaria. Ello pudiera contemplar por ejemplo, divulgar el modelo de estimación de demanda de dinero, el mecanismo particular de transmisión de la política monetaria, la forma en que se fijaron las metas de inflación, descripción y explicación de los mecanismos de intervención monetaria, la mecánica de la toma de decisiones, etcétera.
- c. Declaraciones públicas sistemáticas por parte de las máximas autoridades decisorias de la institución.
- d. Publicación periódica de un reporte detallado sobre la evolución de la inflación, las medidas monetarias instrumentadas y una evaluación del cumplimiento de los objetivos propuestos, y en caso de desviaciones, detallar las medidas correctivas que se piensan seguir.

Fuente: Código de Principios y Buenas Prácticas Comunicacionales para la Banca Central. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Marzo 2004.



4. Avance en el mejoramiento de las estadísticas económicas

a) Avances en la implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993

El Banco de Guatemala está llevando a cabo el proyecto de implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 93)⁹³, con el objeto de adoptar la metodología internacional más reciente para el cálculo de las cuentas nacionales, que incluye la adopción de un nuevo año base más actualizado.

En el contexto descrito, previo a 2005, el Banco de Guatemala ha realizado las acciones siguientes:

- i. Contratación de servicios de consultores internacionales especialistas en los diversos temas del proyecto.
- ii. Presentación a la Junta Monetaria de los resultados preliminares del nuevo año base (2001), que incluye:
 - Cuentas de producción y generación del ingreso por actividades económicas;
 - Cuadro de Oferta y Utilización -COU-, el cual incluye 143 actividades económicas y 226 productos;
 - Cuadro de Clasificación Cruzada de Industrias y Sectores Institucionales -CCIS-; y,
 - Matriz de empleo.
- iii. Acciones realizadas en 2005:
 - Se elaboraron las cuentas de producción y generación del ingreso de cada una de las actividades económicas y sectores institucionales para el período 2001-2003, tanto a precios corrientes como constantes de 2001;

⁹³Denominado así en el Manual preparado bajo los auspicios del Grupo Intersectorial de Trabajo sobre Cuentas Nacionales, la Comisión de las Comunidades Europeas -EUROSTAT-, El Fondo Monetario Internacional, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos -OCDE-, las Naciones Unidas y el Banco Mundial.



- Se construyeron las hojas de equilibrio de oferta y utilización para 226 productos, a precios corrientes y constantes de 2001 para el período 2001-2003, de acuerdo con la Nomenclatura de Productos de Guatemala (NPG), la cual fue adaptada de la Clasificación Central de Productos (CCP); y,
- Se integraron, en forma preliminar para 2001-2003, los Cuadros de Oferta y Utilización -COU-, a precios corrientes y constantes de 2001, desagregados para 143 actividades económicas y 226 productos según la NPG.

iv. Otras acciones realizadas:

- Se construyeron los índices de precios del comercio exterior por productos -NPG- para el período 2001-2003 y están en proceso de elaboración los correspondientes a 2004;
- A partir de los resultados preliminares del COU 2001, se han iniciado los trabajos para elaborar una matriz de contabilidad social, para lo cual se integró una comisión intergubernamental. Además, se cuenta con el apoyo del Institute of Social Studies de Holanda -ISS-; y,
- En forma conjunta con el Comité Interinstitucional de la Cuenta Satélite de Turismo para Guatemala -CSTG-, el cual está integrado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, Instituto Guatemalteco de Turismo -INGUAT-, Dirección General de Migración, Cámara de Turismo -CAMTUR- y el Banco de Guatemala, se participa en la elaboración de la cuenta satélite de turismo, con el apoyo financiero del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-.

v. Cuentas nacionales trimestrales

El Banco de Guatemala, como parte del proceso de mejoramiento de las estadísticas económicas nacionales, y dentro del marco conceptual del SCN93, en octubre del presente año inició el Programa de Implementación de Cuentas Nacionales Trimestrales, cuyo objetivo es desarrollar un sistema de cuentas que permita disponer de un indicador de corto plazo consistente con las cuentas anuales base 2001, que contribuya a dar seguimiento a la política monetaria,



cambiaria y crediticia y que, a la vez, se constituya en un instrumento adicional para la oportuna toma de decisiones de los agentes económicos.

El referido programa comprenderá estimaciones trimestrales del Producto Interno Bruto -PIB-, a precios corrientes y constantes de 2001, así como estimaciones del valor bruto de producción, del valor de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, del consumo privado de los hogares, del consumo intermedio y del valor agregado por rama de actividad, ajustados a los datos de las cuentas nacionales anuales. Además, se contará con el Cuadro de Oferta y Utilización Trimestral.

b) Avances en la implementación del V Manual de Balanza de Pagos

El Banco de Guatemala, en lo relativo al tratamiento estadístico del sector externo se encuentra en la fase de implementación del V Manual de Balanza de Pagos. En ese sentido, durante 2005 se han realizado dos acciones concretas. En primer lugar, entre el 27 de junio y el 15 de septiembre de 2005 el Banco Central implementó un programa de encuestas empresariales e institucionales, con el objetivo de recopilar información económica y financiera correspondiente al año 2004: de empresas de inversión extranjera directa; de empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; de donaciones a instituciones recibidas del exterior; de organismos internacionales radicados en Guatemala; y, de empresas de otros servicios. En segundo lugar, se está llevando a cabo un proceso de adecuación del registro de las estadísticas cambiarias, para lo cual se ha preparado una propuesta de modificación a los formularios relativos al registro estadístico de ingreso y de egreso de divisas y al del Movimiento Diario de Divisas, de tal manera que el contenido de los mismos sea congruente con el V Manual de Balanza de Pagos. Se espera que el proyecto de los nuevos formularios sea sometido a aprobación de la Junta Monetaria en enero de 2006.



c) Avances en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras

En 2005 se ha dado prioridad a la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), edición 2000, del Fondo Monetario Internacional, cuyo marco metodológico incorpora las mejores prácticas internacionales en materia de compilación y divulgación de las estadísticas monetarias por parte de los diversos bancos centrales.

En tal contexto, el referido manual contempla, entre otros aspectos, que las estadísticas monetarias de un país deben cumplir dos requisitos básicos. El primero, relativo a que las mismas identifiquen a los sectores que actúan en la intermediación financiera (oferentes y demandantes de fondos), aspecto que en el ámbito del referido manual se denomina “sectorización”. El segundo requisito está relacionado con el hecho de que las estadísticas monetarias deben incluir en su compilación a todos los agentes que de manera directa o indirecta participan en el proceso de intermediación financiera, lo que en términos del manual se le denomina “cobertura”.


En cuanto a la cobertura de las estadísticas monetarias y financieras, cabe indicar que la misma se ha ampliado, de acuerdo a las directrices del citado manual, para incluir a otros intermediarios financieros diferentes de los bancos del sistema y de las sociedades financieras, dentro de los cuales se pueden mencionar a las entidades fuera de plaza (*off shore*), a las compañías aseguradoras, a los almacenes generales de depósito, a las entidades emisoras de tarjetas de crédito y, actualmente, se están realizando esfuerzos para incluir a las cooperativas de ahorro y crédito.

IV. RECOMENDACIÓN

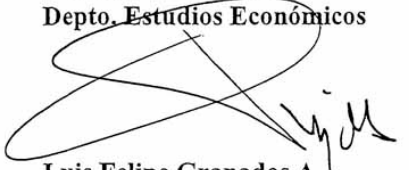
Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.



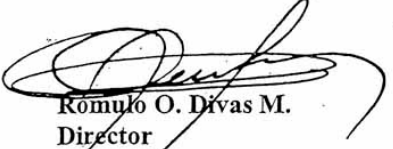
Atentamente,



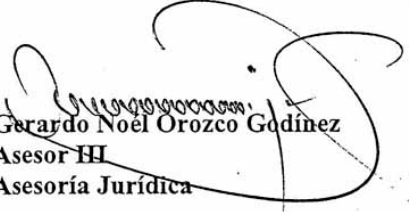
Oscar R. Monterroso Sazo
Director
Depto. Estudios Económicos




Luis Felipe Granados A.
Asesor II
Depto. Análisis Bancario y
Financiero



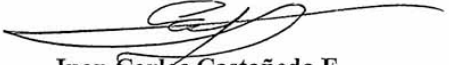
Rómulo O. Divas M.
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



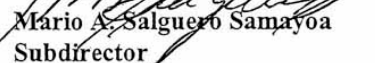
Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica




F. Estuardo García Alburez
Secretario



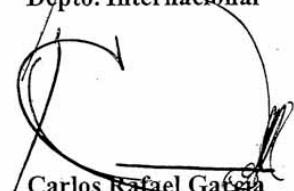
Juan Carlos Castañeda F.
Director
Depto. Investigaciones Económicas



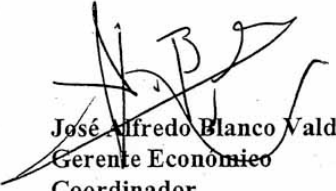
Mario A. Salguero Samayoa
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas



Edgar R. Lemus R.
Director
Depto. Internacional



Carlos Rafael García
Gerente Financiero



José Alfredo Blanco Valdés
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala en sesión celebrada el 15 de diciembre de 2005.

Mca/whm



V. APÉNDICE ESTADÍSTICO



A. SECTOR REAL



SECTOR REAL
ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS: 2002 - 2007
(Millones de quetzales de 1958)

C O N C E P T O	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Tasas de Variación						Contribución en Variación						Participación en Variación					
	p/	p/	e/	e/	p/y/	p/y/	Porcentual						Porcentual del PIB						Porcentual del PIB					
							2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,308.7	5,421.9	5,566.4	5,746.9	5,997.8	6,282.3	2.2	2.1	2.7	3.2	4.4	4.7	2.2	2.1	2.7	3.2	4.4	4.7	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,192.4	1,230.3	1,275.3	1,305.2	1,346.3	1,396.8	1.8	3.2	3.7	2.4	3.1	3.8	0.41	0.71	0.83	0.54	0.71	0.84	33.44	31.08	16.62	16.36	17.75	
2. Explotación de minas y canteras	29.2	30.4	27.9	27.5	28.8	31.1	10.0	4.2	-8.3	-1.3	4.6	8.0	0.05	0.02	-0.05	-0.01	0.02	0.04	2.27	1.09	-1.75	-0.20	0.51	
3. Industria manufacturera	681.0	688.0	704.2	723.2	750.4	780.4	0.8	1.0	2.3	2.7	3.8	4.0	0.10	0.13	0.30	0.34	0.47	0.50	6.23	11.18	10.53	10.84	10.55	
4. Construcción	93.7	90.6	72.8	74.9	84.4	92.0	-15.3	-3.3	-19.7	3.0	12.6	9.0	-0.33	-0.06	-0.33	0.04	0.16	0.13	-14.46	-2.73	-12.32	1.20	3.77	
5. Electricidad y agua	223.2	233.1	247.0	255.7	271.7	292.1	9.1	4.4	6.0	3.5	6.3	7.5	0.36	0.19	0.26	0.16	0.28	0.34	15.97	8.72	9.65	4.79	6.38	
6. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	552.3	578.7	631.9	685.2	749.2	820.4	5.7	4.8	9.2	8.4	9.3	9.5	0.57	0.50	0.98	0.96	1.11	1.19	25.32	23.34	36.78	29.54	25.53	
7. Comercio al por mayor y al por menor	1,319.2	1,343.7	1,387.3	1,422.9	1,472.0	1,526.5	2.8	1.9	3.2	2.6	3.4	3.7	0.70	0.46	0.80	0.64	0.85	0.91	31.16	21.64	30.12	19.73	19.56	
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	265.3	269.2	275.1	280.8	291.3	302.6	1.8	1.5	2.2	2.1	3.7	3.9	0.09	0.07	0.11	0.10	0.18	0.19	4.02	3.51	4.03	3.15	4.19	
9. Propiedad de vivienda	245.4	252.5	259.8	266.3	272.6	280.5	2.7	2.9	2.9	2.5	2.4	2.9	0.12	0.13	0.13	0.12	0.11	0.13	5.48	6.30	5.04	3.61	2.52	
10. Administración pública y defensa	395.8	383.0	350.7	358.7	371.4	386.3	-0.6	-3.2	-8.4	2.3	3.6	4.0	-0.04	-0.24	-0.60	0.14	0.22	0.25	-1.95	-11.26	-22.36	4.42	5.09	
11. Servicios privados	311.2	322.3	334.6	346.5	359.7	373.6	3.7	3.5	3.8	3.6	3.8	3.9	0.21	0.21	0.23	0.21	0.23	0.23	9.48	9.72	8.54	6.60	5.25	
ESTRUCTURA PORCENTUAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0																		
PRODUCTO INTERNO BRUTO	22.5	22.7	22.9	22.7	22.4	22.2																		
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5																		
2. Explotación de minas y canteras	12.8	12.7	12.7	12.6	12.5	12.4																		
3. Industria manufacturera	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5																		
4. Construcción	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6																		
5. Electricidad y agua	10.4	10.7	11.4	11.9	12.5	13.1																		
6. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	24.9	24.8	24.9	24.8	24.5	24.3																		
7. Comercio al por mayor y al por menor	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8																		
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5																		
9. Propiedad de vivienda	7.5	7.1	6.3	6.2	6.2	6.1																		
10. Administración pública y defensa	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0	5.9																		
11. Servicios privados																								

ESTRUCTURA PORCENTUAL

1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	22.5	22.7	22.9	22.7	22.4	22.2
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
3. Industria manufacturera	12.8	12.7	12.7	12.6	12.5	12.4
4. Construcción	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5
5. Electricidad y agua	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6
6. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.7	11.4	11.9	12.5	13.1
7. Comercio al por mayor y al por menor	24.9	24.8	24.9	24.8	24.5	24.3
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8
9. Propiedad de vivienda	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5
10. Administración pública y defensa	7.5	7.1	6.3	6.2	6.2	6.1
11. Servicios privados	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0	5.9

p/ Cifras preliminares
e/ Cifras estimadas
p/y/ Cifras proyectadas
Fuente: Banco de Guatemala



B. SECTOR MONETARIO



B. SECTOR MONETARIO
AÑOS 2000 - 2006
Millones de quetzales

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
Reservas Internacionales Netas (millones de US\$ Dólares)	1,874.1	2,347.9	2,369.6	2,919.3	3,528.0	3,778.0	3,953.0
Reservas Internacionales Netas en MN ^{1/}	14,992.8	18,783.2	18,956.8	23,354.2	28,223.6	30,223.9	31,623.9
Emisión Monetaria	8,214.2	9,475.9	9,999.6	11,924.4	12,626.4	14,101.8	15,498.8
Crédito al Sector Privado Total ^{2/}	26,561.9	30,281.9	32,531.2	34,134.5	39,772.2	46,133.6	53,982.0
Captaciones Bancarias Totales ^{2/}	33,221.1	38,883.9	42,749.1	47,577.2	53,398.5	59,931.5	68,340.2
Medios de Pago M2 en MN	40,429.2	45,173.3	48,180.7	53,285.1	57,559.1	63,499.8	71,408.7
Medios de Pago M2 en M/E ^{2/}	72.9	2,054.9	3,293.3	4,899.9	7,031.9	8,481.7	10,670.3
Medio de Pago Totales M2 (MN + ME) ^{2/}	40,502.1	47,228.2	51,474.0	58,185.0	64,591.0	71,981.5	82,078.9
Costo de la Política Monetaria	547.1	1,260.8	1,015.5	990.4	1,186.4	611.0	290.0
Saldo de OMAs	8,612.9	11,011.7	11,158.7	14,508.5	15,904.2	18,691.3	18,075.3
M3 Total	44,237.5	49,601.7	55,179.8	61,603.9	68,248.3	76,028.6	86,672.6

INDICADORES MONETARIOS
AÑOS 2000 - 2006
En porcentajes

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
RIN en MN / Emisión Monetaria	182.5	198.2	189.6	195.9	223.5	214.3	204.0
RIN en MN / OMAs	174.1	170.6	169.9	161.0	177.5	161.7	175.0
RIN en MN / M2 Total	37.0	39.8	36.8	40.1	43.7	42.0	38.5
OMAs / Emisión Monetaria	104.9	116.2	111.6	121.7	126.0	132.5	116.6
Crédito al Sector Privado Total / PIB Nominal	17.7	18.4	17.8	17.3	18.3	18.9	19.6
M2 Total / PIB Nominal	27.0	28.6	28.2	29.4	29.8	29.4	29.7
M2 en ME / M2 Total	0.2	4.4	6.4	8.4	10.9	11.8	13.0
OMAs / M2 Total	21.3	23.3	21.7	24.9	24.6	26.0	22.0
OMAs / PIB Nominal	5.8	6.7	6.1	7.3	7.3	7.6	6.5
Costo de la Política Monetaria / PIB Nominal	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.2	0.1

1/ Tipo de Cambio: Q8.00 X US\$1.00

2/ No incluye Entidades Fuera de Plaza

^{e/} Estimado de cierre

^{e/} Estimado

Fuente: Banco de Guatemala y Superintendencia de Bancos



C. SECTOR FISCAL



FINANZAS PÚBLICAS
AÑOS 2000 - 2006
Millones de Quetzales y Porcentajes

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005 e/	2006 e/
Carga tributaria	9.4	9.7	10.6	10.3	10.1	10.0	10.0
Elasticidad tributaria	1.1	1.3	2.0	0.6	0.8	0.9	1.0
Ingresos totales (% del PIB)	10.4	11.1	11.4	11.0	10.8	10.7	11.0
Impuestos indirectos / Ingresos tributarios	76.5	75.7	73.6	74.1	75.5	73.5	74.2
Gastos totales (% del PIB)	12.2	12.9	12.4	13.3	11.8	12.2	13.4
Gastos de capital / Gasto total	29.4	27.8	30.1	33.1	31.5	32.5	32.8
Gasto social / Gasto total	40.8	42.2	41.1	39.9	41.7	41.6	n.d.
Déficit fiscal (% del PIB)	1.8	1.9	1.0	2.3	1.0	1.5	2.5
Superávit/Déficit primario (% del PIB)	-0.6	-0.5	0.3	-1.2	0.2	-0.3	-1.1
Ahorro en cuenta corriente	2,316.2	2,251.8	4,590.0	3,762.8	5,650.7	5,398.7	4,933.1
Servicio deuda pública total /Ingresos tributarios	67.2	75.3	33.8	27.9	27.3	29.3	38.8
Servicio deuda pública externa/ Exportaciones de bienes y servicios	6.5	8.1	7.8	7.6	9.6	7.0	7.9
Saldo deuda pública interna / Deuda pública total	29.6	28.8	25.1	28.6	29.6	35.8	35.5
Saldo deuda pública externa / Deuda pública total	70.4	71.2	74.9	71.4	70.4	64.2	64.5
Saldo deuda pública total (% del PIB)	19.5	19.6	17.9	19.5	20.0	19.5	20.3
Saldo deuda pública interna (% del PIB)	5.8	5.6	4.5	5.6	5.9	7.0	7.2
Saldo deuda pública externa (% del PIB)	13.7	13.9	13.4	13.9	14.1	12.5	13.1
Saldo deuda pública externa/ Exportaciones de bienes y servicios	64.8	69.3	75.6	80.7	80.4	71.9	69.2

e/ Estimación.

n.d. = no disponible

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.



D. SECTOR EXTERNO



BALANZA DE PAGOS

Años 2000 - 2006

- En millones de US Dólares -

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004 ^{p/}	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
Saldo Cuenta Corriente	-1,049.0	-1,252.9	-1,234.9	-1,039.1	-1,188.3	-1,302.6	-1,409.0
Exportaciones FOB	2,711.2	2,463.6	2,473.2	2,631.8	2,938.7	3,370.8	3,797.4
Principales productos	1,178.3	949.7	958.4	970.5	1,003.5	1,207.3	1,259.9
Otros productos	1,532.9	1,513.9	1,514.8	1,661.3	1,935.2	2,163.5	2,537.5
Importaciones CIF	5,171.4	5,606.4	6,304.1	6,721.5	7,811.6	8,831.1	9,719.9
Servicios	545.8	893.1	619.7	588.7	678.9	665.4	840.5
Transferencias Corrientes (Neto)	865.4	996.8	1,976.3	2,461.9	3,005.7	3,492.3	3,673.0
Remesas Familiares (Neto)	524.3	571.3	1,503.7	2,026.3	2,518.1	2,940.2	3,118.0
Saldo Cuenta Capital y Financiera	1,703.4	1,726.7	1,256.7	1,588.7	1,797.0	1,552.6	1,584.0
Transferencias de Capital (Neto)	85.5	93.4	124.2	133.8	135.3	139.1	141.3
Capital Oficial y Bancario	147.6	208.9	53.8	285.5	249.3	-61.7	300.2
Capital Privado	1,470.3	1,424.4	1,078.7	1,169.4	1,412.4	1,475.2	1,142.5
Variación de RIN {(-) Aumento, (+) Disminución}	-654.4	-473.8	-21.8	-549.6	-608.7	-250.0	-175.0
Monto de Reservas Monetarias Internacionales Netas	1,874.1	2,347.9	2,369.7	2,919.3	3,528.0	3,778.0	3,953.0
RELACION RESPECTO AL PIB							
Saldo Cuenta Corriente	-5.4	-6.0	-5.3	-4.2	-4.4	-4.1	-3.9
Exportaciones FOB	14.1	11.7	10.6	10.6	10.8	10.5	10.6
Principales productos	6.1	4.5	4.1	3.9	3.7	3.8	3.5
Otros productos	7.9	7.2	6.5	6.7	7.1	6.8	7.1
Importaciones CIF	26.8	26.7	27.0	27.0	28.6	27.6	27.2
Servicios	2.8	4.3	2.7	2.4	2.5	2.1	2.4
Transferencias Corrientes (Neto)	4.5	4.7	8.5	9.9	11.0	10.9	10.3
Remesas Familiares (Neto)	2.7	2.7	6.4	8.1	9.2	9.2	8.7
Saldo Cuenta Capital y Financiera	8.8	8.2	5.4	6.4	6.6	4.8	4.4
Transferencias de Capital (Neto)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Capital Oficial y Bancario	0.8	1.0	0.2	1.1	0.9	-0.2	0.8
Capital Privado	7.6	6.8	4.6	4.7	5.2	4.6	3.2
Meses de Importación de Bienes Financiables con RIN	4.0	4.5	4.2	4.5	4.8	4.7	4.4
Meses de Importación de Bienes y Servicios No Factoriales Financiables con RIN	3.7	4.1	3.9	4.1	4.4	4.3	4.1
COMERCIO EXTERIOR							
EXPORTACION - PRINCIPALES PRODUCTOS							
Café	572.3	300.8	269.0	294.5	325.7	467.3	488.2
Volumen (Miles de qq)	6,316.8	5,282.8	4,528.5	4,982.1	4,303.1	4,426.8	4,740.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	90.60	56.94	59.40	59.11	75.69	105.56	103.00
Azúcar	179.6	259.5	208.2	189.2	191.1	205.6	217.6
Volumen (Miles de qq)	26,606.1	31,380.3	27,329.7	27,481.1	25,713.9	24,833.2	26,700.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	6.75	8.27	7.62	6.88	7.43	8.28	8.15
Banano	187.8	193.0	233.0	230.6	233.5	237.1	266.1
Volumen (Miles de qq)	16,121.0	16,962.7	20,817.6	20,736.9	20,795.1	22,474.7	24,750.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	11.65	11.38	11.19	11.12	11.23	10.55	10.75
Cardamomo	79.4	96.1	93.1	78.9	73.8	70.9	79.0
Volumen (Miles de qq)	315.4	331.6	414.9	621.4	621.0	748.0	810.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	251.74	289.81	224.39	126.97	118.84	94.79	97.53
Petróleo	159.2	100.3	155.1	177.3	179.4	226.4	209.0
Volumen (Miles de barriles)	7,370.3	7,104.6	8,401.3	8,237.5	6,765.6	6,292.2	5,545.0
Precio Medio (US\$ por barril)	21.60	14.12	18.46	21.52	26.52	35.98	37.69
IMPORTACIONES - Grupo Económico CUODE							
Bienes de Consumo	1,435.9	1,784.3	2,003.6	2,188.8	2,480.9	2,682.9	2,925.5
Materias Primas y Productos Intermedios	1,778.4	1,873.4	2,133.7	2,139.1	2,528.0	2,681.1	3,025.0
Combustibles y Lubricantes	540.4	595.9	650.2	908.4	1,088.5	1,566.3	1,619.4
Materiales de Construcción	142.3	156.4	148.1	154.2	166.8	203.4	220.0
Bienes de Capital	1,274.4	1,196.4	1,368.5	1,331.0	1,547.4	1,697.4	1,930.0

^{p/} Preliminar

^{e/} Estimado de cierre

^{e/} Estimado

Fuente: Banco de Guatemala



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2000 - 2004 Y EXPECTATIVAS PARA 2005 Y 2006
(Variación Porcentual)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
CRECIMIENTO ECONÓMICO							
Economía Mundial	4.7	2.4	3.0	4.0	5.1	4.3	4.3
Economías avanzadas	3.9	1.2	1.5	1.9	3.3	2.5	2.7
Estados Unidos de América	3.7	0.8	1.6	2.7	4.2	3.5	3.3
Area del euro	3.8	1.7	0.9	0.7	2.0	1.2	1.8
Japón	2.4	0.2	-0.3	1.4	2.7	2.0	2.0
Economías emergentes de Asia ^{1/}	6.7	5.6	6.6	8.1	8.2	7.8	7.2
China	8.0	7.5	8.3	9.5	9.5	9.0	8.2
Mercados emergentes y países en desarrollo	5.8	4.1	4.8	6.5	7.3	6.4	6.1
Africa	3.3	4.1	3.6	4.6	5.3	4.5	5.9
Medio Oriente	4.9	3.7	4.2	6.5	5.5	5.4	5.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	3.9	0.5	0.0	2.2	5.6	4.1	3.8
Argentina	-0.8	-4.4	-10.9	8.8	9.0	7.5	4.2
Brasil	4.4	1.3	1.9	0.5	4.9	3.3	3.5
Uruguay	-1.4	-3.4	-11.0	2.2	12.3	6.0	4.0
Chile	4.5	3.4	2.2	3.7	6.1	5.9	5.8
México	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.4	3.0	3.5
Venezuela	3.7	3.4	-8.9	-7.7	17.9	7.8	4.5
Perú	2.9	0.2	4.9	4.0	4.8	5.5	4.5
Colombia	2.9	1.5	1.9	4.1	4.1	4.0	4.0
Costa Rica	1.8	1.0	2.9	6.5	4.2	3.2	2.7
El Salvador	2.2	1.7	2.2	1.8	1.5	2.0	2.0
Guatemala ^{2/}	3.6	2.3	2.2	2.1	2.7	3.2	4.4
Honduras	5.7	2.6	2.7	3.5	4.6	4.2	4.5
Nicaragua	4.1	3.0	0.8	2.3	5.1	3.5	4.0
Europa Central y del Este	4.9	0.2	4.4	4.6	6.5	4.3	4.6
Comunidad de Estados Independientes	9.1	6.3	5.3	7.9	8.4	6.0	5.7
INFLACIÓN							
Economías avanzadas	2.2	2.1	1.5	1.8	2.0	2.2	2.0
Estados Unidos de América	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	3.1	2.8
Area del euro	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	1.8
Japón	-0.9	-0.7	-1.0	-0.2	0.0	-0.4	-0.1
Economías emergentes de Asia ^{1/}	1.9	2.7	2.1	2.6	4.2	4.2	4.7
China	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	3.0	3.8
Mercados emergentes y países en desarrollo	7.3	6.7	5.9	6.0	5.8	5.9	5.7
Africa	13.1	12.2	9.6	10.4	7.8	8.2	7.0
Medio Oriente	5.9	5.4	6.5	7.1	8.4	10.0	9.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	7.6	6.1	8.9	10.6	6.5	6.3	5.4
Argentina	-0.9	-1.1	25.9	13.4	4.4	9.5	10.4
Brasil	7.1	6.8	8.4	14.8	6.6	6.8	4.6
Uruguay	4.8	4.4	14.0	19.4	9.2	5.2	6.5
Chile	3.8	3.6	2.5	2.8	1.1	2.9	3.3
México	9.5	6.4	5.0	4.5	4.7	4.3	3.6
Venezuela	16.2	12.5	22.4	31.1	21.7	16.6	18.0
Perú	3.8	2.0	0.2	2.3	3.7	1.8	2.6
Colombia	9.2	8.0	6.3	7.1	5.9	5.2	4.8
Costa Rica	11.0	11.3	9.2	9.4	12.3	12.6	9.5
El Salvador	4.3	1.4	2.8	2.5	5.4	4.0	4.0
Guatemala ^{2/}	5.1	8.9	6.3	5.9	9.2	9.2	5.0 - 7.0
Honduras	11.0	9.7	7.7	7.7	8.1	8.1	5.8
Nicaragua	9.9	4.7	4.0	6.6	9.3	9.0	6.0
Europa Central y del Este	22.7	19.4	14.7	9.2	6.5	4.8	4.3
Comunidad de Estados Independientes	24.6	20.3	13.8	12.0	10.3	12.6	10.5

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

^{2/} Datos del Banco de Guatemala

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, a septiembre de 2005



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2000 - 2004 Y EXPECTATIVAS PARA 2005 Y 2006
(Variación Porcentual)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RESULTADO PRESUPUESTAL DEL GOBIERNO CENTRAL/PIB							
Economías avanzadas	0.2	-1.0	-2.4	-3.0	-2.8	-2.6	-2.6
Estados Unidos de América	2.0	0.5	-2.4	-3.4	-3.1	-2.6	-2.9
Area del euro	-0.4	-1.6	-2.1	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Japón	-6.9	-6.3	-6.9	-7.1	-7.0	-6.9	-6.7
Economías emergentes de Asia ^{1/}	-4.7	-4.2	-4.0	-3.5	-2.6	-2.7	-2.5
República Popular China	-3.6	-3.1	-3.3	-2.8	-1.7	-1.7	-1.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	-3.0	-3.3	-3.5	-2.9	-1.7	-1.1	-0.7
Africa	-1.3	-2.1	-2.5	-1.9	-0.2	0.6	2.4
Medio Oriente	4.3	-0.5	-2.2	-0.1	1.6	6.8	7.8
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-2.4	-2.6	-3.1	-3.1	-1.5	-2.1	-1.6
Guatemala ^{2/}	-1.8	-1.9	-1.0	-2.3	1.0	-1.5	-2.5
Europa Central y del Este	-4.9	-7.1	-7.5	-5.7	-4.7	-4.1	-3.7
Comunidad de Estados Independientes	0.3	1.8	1.0	1.2	2.7	6.0	6.6
CUENTA CORRIENTE/PIB							
Economías avanzadas	-1.0	-0.8	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-1.4
Estados Unidos de América	-4.2	-3.8	-4.5	-4.7	-5.7	-6.1	-6.1
Area del euro	-0.6	0.1	0.7	0.3	0.5	0.2	0.2
Japón	2.5	2.1	2.8	3.2	3.7	3.3	3.0
Economías emergentes de Asia ^{1/}	2.1	1.8	2.9	3.0	2.9	3.0	2.8
República Popular China	1.9	1.5	2.8	3.2	4.2	6.1	5.6
Mercados emergentes y países en desarrollo	--	--	--	--	--	--	--
Africa	1.6	0.1	-1.8	-0.5	0.1	1.6	3.5

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

^{2/} Ministerio de Finanzas Públicas. Para 2006 corresponde al dato del presupuesto.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, a septiembre de 2005



E. SECTOR BANCARIO



Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2005
y Propuesta para 2006



SECTOR BANCARIO ^{1/}

Años 1998 - 2005
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{2/}
Activo Total	35,854.4	38,964.0	49,812.5	55,910.2	61,510.3	66,217.3	75,909.1	84,559.2
Cartera de Créditos total (bruta)	19,486.4	22,128.8	24,081.5	25,963.3	28,097.9	31,126.6	36,495.7	41,880.4
En Moneda Nacional	19,486.4	22,128.8	24,081.5	20,153.3	20,960.8	22,506.3	26,168.6	30,681.1
En Moneda Extranjera				5,810.0	7,137.1	8,620.3	10,327.1	11,199.3
Cartera Vencida y en mora	1,482.5	2,312.8	2,176.7	2,113.0	2,226.6	2,007.7	2,111.7	2,524.8
Activos ^{2/}	3,212.3	5,231.0	5,730.9	5,691.1	5,895.3	5,593.6	5,617.9	5,920.2
Improductivos								
Activos afectos ponderados por riesgo	22,735.7	26,386.5	29,153.6	31,100.7	33,513.8	36,477.1	41,216.3	47,646.2
Inversiones en valores ^{3/} nacionales	8,022.0	7,112.1	12,047.7	15,178.3	15,667.8	18,270.3	21,236.7	23,768.5
Pasivo Total	32,958.2	35,072.2	45,290.9	51,041.4	55,980.8	60,257.0	69,185.2	77,347.5
Depósitos totales	22,986.0	24,047.2	32,749.3	39,098.6	44,180.3	48,949.0	57,057.5	64,584.6
En Moneda Nacional	22,986.0	24,047.2	32,749.3	37,089.8	40,587.4	43,513.9	49,645.0	56,160.1
En Moneda Extranjera				2,008.8	3,592.9	5,435.1	7,412.5	8,424.5
Crédito Externo	3,305.1	3,442.9	4,741.9	5,166.4	5,297.4	5,785.2	6,446.9	6,664.9
Patrimonio Computable	2,828.1	3,870.6	4,176.2	4,431.2	5,044.0	5,320.4	6,024.9	6,483.8
Ganancia neta	301.4	450.1	445.9	542.0	439.0	716.1	968.8	1,128.4
Capital pagado + reservas	1,923.3	2,681.3	3,554.9	3,747.1	4,420.6	4,450.9	4,778.7	5,011.5

NÚMERO DE HABITANTES Y NÚMERO DE AGENCIAS BANCARIAS

Años 1998 - 2005

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{2/}
Número de habitantes	10,799,133	11,088,362	11,225,403	11,503,653	11,791,136	12,087,014	12,390,518	12,700,611
Número de agencias bancarias	978	1,093	1,164	1,217	1,257	1,245	1,343	1,348

INDICADORES BANCARIOS

Años 1998 - 2005
-Porcentajes y número-

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{2/}
Cartera de créditos / Activo total	54.3	56.8	48.3	46.4	45.7	47.0	48.1	49.5
Estructura de la cartera crediticia por tipo de moneda								
Cartera en moneda nacional / Cartera Total	100.0	100.0	100.0	77.6	74.6	72.3	71.7	73.3
Cartera en moneda extranjera / Cartera Total				22.4	25.4	27.7	28.3	26.7
Cartera vencida y en mora / Cartera Total	7.6	10.5	9.0	8.1	7.9	6.5	5.8	6.0
Activos Improductivos / Activo Total	9.0	13.4	11.5	10.2	9.6	8.4	7.4	7.0
Inversión en Valores nacionales / Activo Total	22.4	18.3	24.2	27.1	25.5	27.6	28.0	28.1
Depósitos / Pasivo Total	69.7	68.6	72.3	76.6	78.9	81.2	82.5	83.5
Depósitos en moneda nacional / Depósitos totales	100.0	100.0	100.0	94.9	91.9	88.9	87.0	87.0
Depósitos en moneda extranjera / Depósitos totales				5.1	8.1	11.1	13.0	13.0
Crédito Externo / Pasivo Total	10.0	9.8	10.5	10.1	9.5	9.6	9.3	8.6
Crédito Externo / Cartera Total	17.0	15.6	19.7	19.9	18.9	18.6	17.7	15.9
Solvencia Patrimonial								
Patrimonio computable / activos ponderados por riesgo	12.4	14.7	14.3	14.2	15.1	14.6	14.6	13.6
Rentabilidad ^{4/} (Ganancia / capital pagado más reservas)	15.7	16.8	12.5	14.5	9.9	16.1	20.3	27.0
Bancarización (Número de habitantes / número de agencias bancarias)	11,042	10,145	9,644	9,452	9,380	9,708	9,226	9,422

1/ A partir de 2001 no incluye bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

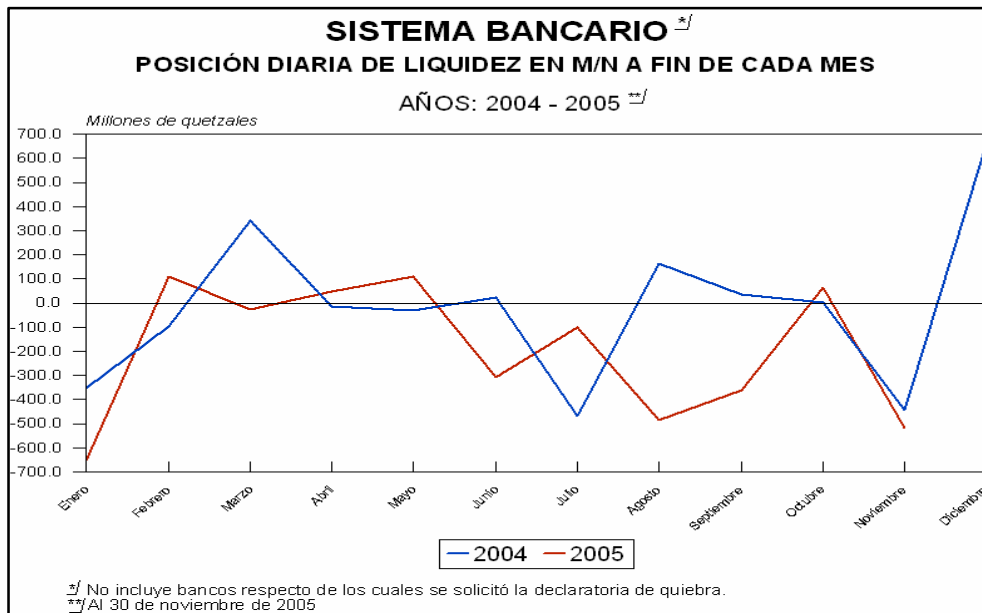
2/ Se refiere a aquéllos que no generan ingresos financieros (activos fijos, activos extraordinarios, cartera vencida y cartera en mora).

3/ Incluye inversiones temporales e inversiones de largo plazo.

4/ Los indicadores son anuales.

a/ Cifras a octubre. En el caso del número de habitantes corresponde a estimaciones efectuadas por el INE.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituto Nacional de Estadística -INE-



SISTEMA BANCARIO
POSICIÓN DIARIA DE LIQUIDEZ EN M/N A FIN DE CADA MES
AÑO: 2004 - 2005
Millones de quetzales

MES	2004	2005
Enero	-350.6	-656.1
Febrero	-97.1	111.4
Marzo	343.5	-24.4
Abril	-14.5	46.2
Mayo	-30.4	109.8
Junio	24.9	-308.6
Julio	-470.3	-99.1
Agosto	163.5	-484.5
Septiembre	35.6	-360.7
Octubre	2.0	65.8
Noviembre	-445.2	-519.4 a/
Diciembre	656.0	

a/ Cifras al 30 de noviembre.



SISTEMA BANCARIO^{1/}
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
Años: 2002 - 2005
- Millones de quetzales -

DESTINO	2002	2003	2004	2005 a/
Total	28,097.9	31,126.6	36,495.7	41,880.4
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,125.3	2,757.9	2,612.9	2,451.4
Explotación de minas y canteras	45.9	14.1	7.8	15.5
Industria manufacturera	3,154.0	3,473.4	3,476.9	3,225.1
Electricidad, gas y agua	379.7	452.3	608.7	770.2
Construcción	1,750.7	1,919.3	2,749.2	4,086.3
Comercio	7,399.0	7,287.2	6,961.4	7,042.5
Transporte y almacenamiento	210.3	224.5	228.6	496.4
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	991.0	1,227.1	1,355.1	2,127.0
Servicios comunales, sociales y personales	761.9	979.8	946.6	937.9
Consumo, transferencias y otros	11,280.1	12,791.0	17,548.5	20,728.1

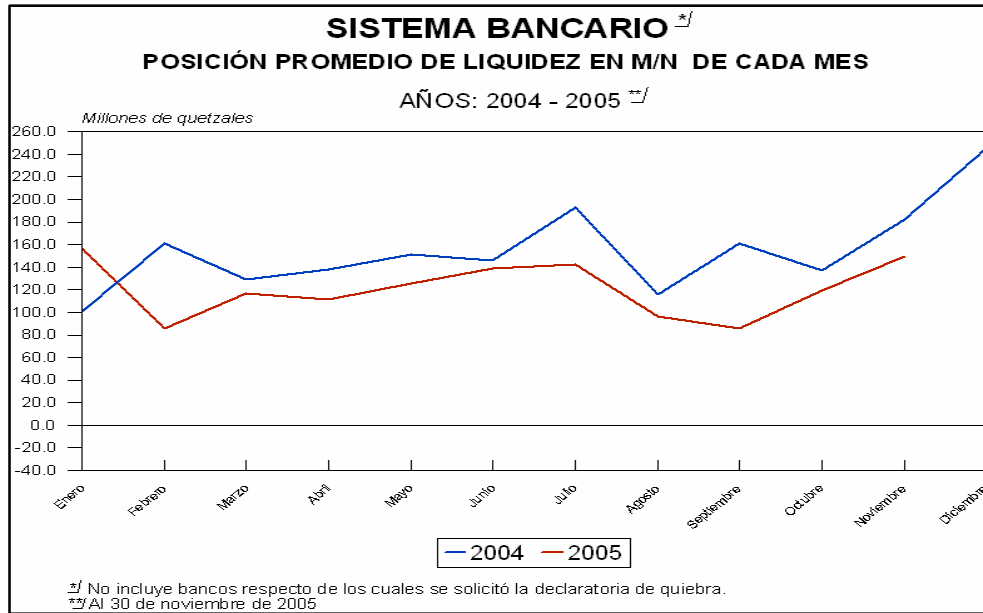
SISTEMA BANCARIO^{1/}
ESTRUCTURA DE LA CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
Años: 2002 - 2005
- Porcentajes -

DESTINO	2002	2003	2004	2005 a/
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	7.6	8.9	7.2	5.9
Explotación de minas y canteras	0.2	0.0	0.0	0.0
Industria manufacturera	11.2	11.2	9.5	7.7
Electricidad, gas y agua	1.4	1.5	1.7	1.8
Construcción	6.2	6.2	7.5	9.8
Comercio	26.3	23.4	19.1	16.8
Transporte y almacenamiento	0.7	0.7	0.6	1.2
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	3.5	3.9	3.7	5.1
Servicios comunales, sociales y personales	2.7	3.1	2.6	2.2
Consumo, transferencias y otros	40.1	41.1	48.1	49.5

1/ No incluye bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

a/ Cifras al 31 de octubre.

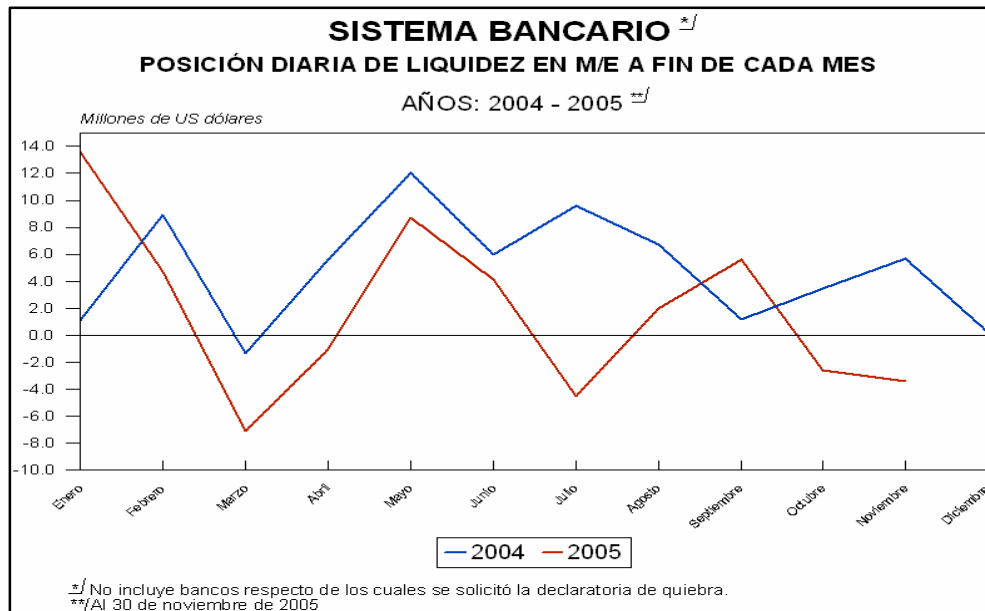
Fuente: Boletín Mensual de Estadísticas del Sistema Financiero, Superintendencia de Bancos.



SISTEMA BANCARIO
POSICIÓN PROMEDIO DE LIQUIDEZ EN M/N DE CADA MES
AÑO: 2004 - 2005
Millones de quetzales

MES	2004	2005
Enero	100.5	156.8
Febrero	161.1	86.2
Marzo	128.9	116.4
Abril	138.4	111.3
Mayo	151.4	125.8
Junio	146.2	138.7
Julio	193.4	142.6
Agosto	115.9	96.8
Septiembre	161.5	86.2
Octubre	137.2	119.7
Noviembre	181.9	149.6 a/
Diciembre	245.5	

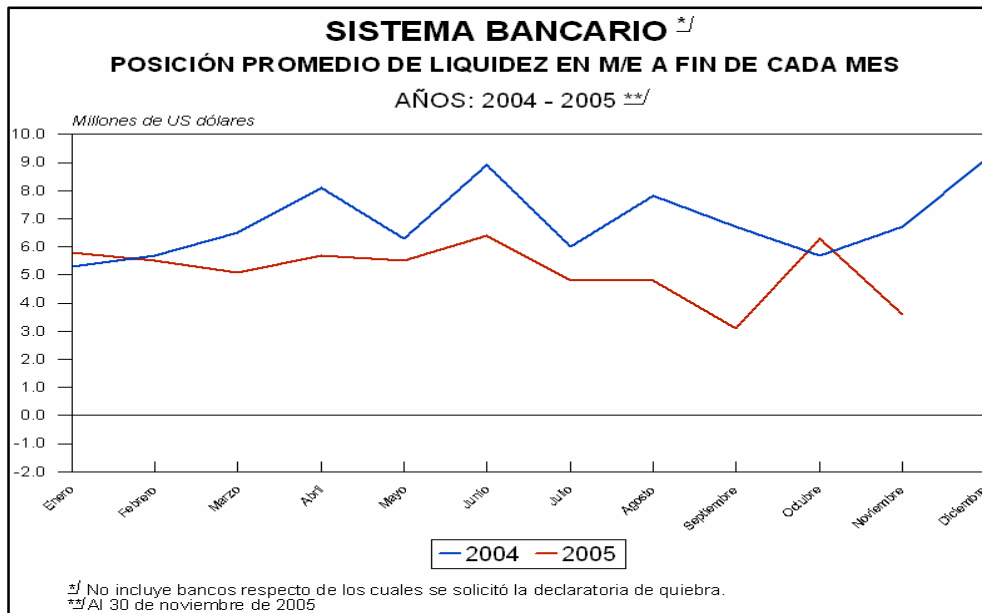
a/ Cifras al 30 de noviembre.



SISTEMA BANCARIO
POSICIÓN DIARIA DE LIQUIDEZ EN M/E A FIN DE CADA MES
AÑO: 2004 - 2005
Millones de US dólares

MES	2004	2005
Enero	1.1	13.6
Febrero	8.9	4.7
Marzo	-1.3	-7.1
Abril	5.6	-1.0
Mayo	12.0	8.7
Junio	6.0	4.1
Julio	9.6	-4.5
Agosto	6.7	2.0
Septiembre	1.2	5.6
Octubre	3.5	-2.6
Noviembre	5.7	-3.4 a/
Diciembre	0.2	

a/ Cifras al 30 de noviembre.





ANEXOS



ANEXO 1

ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DEL “TRATADO DE LIBRE COMERCIO REPÚBLICA DOMINICANA, CENTROAMÉRICA, ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA”¹ EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PAÍS

I. Antecedentes²

En mayo de 2004 los países de Centroamérica y Estados Unidos de América, firmaron el Tratado de Libre Comercio de Centroamérica-Estados Unidos (en adelante denominado el Tratado), al cual se adhirió República Dominicana en agosto de 2004. Se tiene previsto que el Tratado entre en vigencia el 1 de enero de 2006.

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

De acuerdo con el FMI, los países centroamericanos y República Dominicana, esperarían obtener, entre otros, un mejor acceso a su principal mercado de exportación, una mayor inversión extranjera directa y un fortalecimiento institucional en diversas áreas relacionadas con el comercio y la inversión.

Agrega el FMI, que si bien los países de Centroamérica ya mantienen relaciones sólidas de comercio e inversión con Estados Unidos de América y gozan de un acceso preferencial debido a la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC), el Tratado es mucho más amplio y cambia la forma de las relaciones comerciales, que pasan del acuerdo preferencial unilateral definido por la ICC a un acuerdo bilateral de carácter permanente.

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

¹ Decreto Número 31-2005 del Congreso de la República de Guatemala, publicado en el diario oficial el 16 de marzo de 2005.

² Con base en el documento: América Central: Integración mundial y cooperación regional, FMI, Washington, 2005.



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

II. Efectos del Tratado³

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

Según un estudio del FMI⁴, utilizando un modelo estático de equilibrio general computable de varios países, concluye que las exportaciones de América Central a Estados Unidos de América podrían aumentar en 28% tras la entrada en vigencia del Tratado⁵. En este sentido, también concluye que el aumento de las exportaciones de la región a Estados Unidos de América se debería principalmente al que se observe en los rubros de textiles, prendas de vestir y cultivos procesados. Por su parte, la United States International Trade Commission⁶, utilizando para el efecto un modelo de equilibrio general computable, sostiene que dicho incremento será de 12.44% durante el primer año de vigencia del Tratado.

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

³ Op. cit.

⁴ Estudio realizado por: Hilaire, Alvin D. y Yongzheng Yang; The United States and the New Regionalism/Bilateralism. IMF Working Paper 03/206. Washington, 2003.

⁵ Por ejemplo, según el FMI la experiencia de México respecto del TLCAN es que el valor de sus exportaciones a Estados Unidos de América aumentó más del 50% en menos de dos años después de la entrada en vigencia de este tratado.

⁶ U.S.-Central America-Dominican Republic Free Trade Agreement: Potencial Economywide and Selected Sectoral Effects. USITC Publication 3717, agosto 2004.



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

A. PROBABLE EFECTO DEL TRATADO EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE GUATEMALA

Con el propósito de tener una apreciación de lo que podría ser el efecto para 2006 de la entrada en vigencia del Tratado en la actividad económica, se realizó una estimación econométrica mediante el Método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) con observaciones anuales para el período comprendido entre 1990 y 2004. El modelo econométrico considera como variable dependiente el producto interno bruto en términos reales y como variables independientes o explicativas la inercia del producto interno bruto en términos reales (es decir, la variable dependiente rezagada un período), las exportaciones de bienes, las importaciones de bienes y la inversión extranjera directa.

El referido modelo puede expresarse de la siguiente manera:

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

Donde:

- ΔPIB = tasa de crecimiento del PIB real
- $\Delta \text{PIB}(-1)$ = tasa de crecimiento del PIB real del año anterior
- ΔX = tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes
- ΔM = tasa de crecimiento de las importaciones de bienes



ΔIED = tasa de crecimiento de la inversión extranjera directa

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

Variable	Coficiente	Signo Esperado	T estadístico	Probabilidad
? PIB (-1)	0.78340	+	10.3454	0.0000
? X	0.04346	+	5.4158	0.0002
? M	0.05449	+	8.1572	0.0000
? IED	0.00398	+	2.8394	0.0161
R ²	0.94573		F estadístico	47.9213
R ² ajustado	0.92599		Probabilidad	0.0000

Período: 1990-2004

1. Efecto de las exportaciones de bienes

Con el propósito de medir el efecto del incremento de las exportaciones en la tasa de crecimiento del PIB real, se consideraron las estimaciones de la *United States International Trade Comisión* (USITC)⁷ y las del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁸.

La USITC estima que el Tratado podría generar un incremento adicional en las exportaciones de la región centroamericana a los Estados Unidos de América de 12.44 puntos porcentuales en el corto plazo. Para el caso de Guatemala se consideró el peso relativo de las exportaciones del país respecto de la región (el cual es de 27.8%). Con base en esa proporción, se considera que el aumento adicional que podrían registrar las exportaciones del país para 2006 sería de 3.46 puntos porcentuales. En ese contexto, el impacto del referido crecimiento de las exportaciones en el PIB real para 2006 sería de 0.15 puntos porcentuales (0.04346 x 3.46).

⁷ United States International Trade Commission "US-Central America-Dominican Republic Free Trade Agreement: Potential Economy wide and Selected Sectoral Effects", 2004.

⁸ Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper 243 "América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional", 2005.



Por su parte, el FMI estima que el Tratado podría generar un aumento adicional en las exportaciones de la región centroamericana a los Estados Unidos de América de 28 puntos porcentuales en el corto plazo. Para el caso de Guatemala, al igual que en el ejercicio anterior, se consideró el peso relativo de las exportaciones del país respecto de la región, que es de 27.8%. Tomando en cuenta esa proporción, se considera que el aumento adicional que podrían registrar las exportaciones del país para 2006 sería de 7.78 puntos porcentuales. En ese contexto, el impacto del referido crecimiento de las exportaciones en el PIB real para 2006 sería de 0.34 puntos porcentuales (0.04346×7.78).

2. Efecto de las importaciones de bienes

Aun cuando la USITC y el FMI no calculan el efecto del Tratado en el crecimiento de las importaciones de bienes de la región centroamericana, la evidencia internacional en materia de acuerdos de libre comercio sugiere que el hecho de producir para exportar conlleva también una mayor demanda de importaciones, dado que cada unidad producida requiere de componentes importados. Con esa base, se considera que a fin de obtener una aproximación de dicha evidencia, para calcular el efecto marginal del Tratado en las importaciones, es factible utilizar el crecimiento adicional estimado para las exportaciones, el cual proviene de los estudios de las entidades citadas (12.44 puntos porcentuales según la USITC y 28 puntos porcentuales según el FMI). Cabe indicar que dichos porcentajes se refieren al aumento adicional en el crecimiento del total de exportaciones de la región, no así al efecto marginal que se observaría en cada uno de los países signatarios del Tratado. En ese sentido, se tomó como referencia el peso relativo de las importaciones guatemaltecas respecto de las importaciones totales de la región, el cual se ubica en 32.8%. Tomando en cuenta las estimaciones de la USITC el impacto del crecimiento adicional estimado para las importaciones en el PIB real del país para 2006 sería de 0.22 puntos porcentuales (0.05445×4.09).

Por su parte, si se toman en cuenta las estimaciones del FMI, el impacto del incremento adicional en las importaciones en el PIB real del país



para 2006 sería de 0.50 puntos porcentuales (0.05445×9.2).

3. Efecto de la inversión extranjera directa -IED-

Con el propósito de estimar el impacto adicional en el crecimiento del PIB real del país para 2006 proveniente de la IED, se tomó como referencia la experiencia mexicana con la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), en la que, según el FMI⁹, los flujos de inversión extranjera directa se incrementaron significativamente (aproximadamente 123.0 puntos porcentuales). Con ese parámetro, se consideró que para el caso de Guatemala la inversión extranjera directa podría incrementarse adicionalmente en alrededor de 65.0 puntos porcentuales (alrededor de la mitad de lo que experimentó México¹⁰). En ese contexto, el impacto adicional en el PIB real del país para 2006 sería de 0.26 puntos porcentuales (0.003984×65.34). Dado que para este caso, se tiene únicamente una estimación, la misma sirve para los dos escenarios que se plantearon para las otras dos variables explicativas.

4. Efecto total

De acuerdo con los resultados obtenidos, se estima que para el primer año de entrada en vigencia del Tratado (2006), sobre la base de las estimaciones de su efecto en las exportaciones de bienes, en las importaciones de bienes y en la IED, se obtendrían los resultados siguientes:

a) En el primer escenario, con un incremento adicional de 3.46 puntos porcentuales en las exportaciones, de 4.09 puntos porcentuales en las importaciones y de 65.0 puntos porcentuales en los flujos de IED, el impacto total adicional en el PIB real para 2006 sería de 0.63 puntos porcentuales.

⁹ Ibid, Ocasional Paper 243, página 17.

¹⁰ Esta es una proxy que se basa en la observación de la dinámica de la inversión extranjera directa en México antes de la entrada en vigencia del Tratado, versus la de Guatemala. En efecto, según cifras oficiales, México registró tasas de crecimiento de la referida variable mucho mayores a las observadas en Guatemala. Por ejemplo, en tanto que en México en los tres años previos a la vigencia del Tratado la IED creció a una tasa anual de 23%, en Guatemala dicha tasa fue de 15%. Con ello se podría colegir, por lo tanto, que el aumento de la IED en el primer año de vigencia del TLCAUSA, si bien positivo, podría ser menor al que en su momento se observó en aquel país.



b) En el segundo escenario, con un crecimiento adicional de 7.78 puntos porcentuales en las exportaciones, de 9.20 puntos porcentuales en las importaciones y de 65.0 puntos porcentuales en los flujos de IED, el impacto total adicional en el PIB real para 2006 sería de 1.09 puntos porcentuales.

En el contexto descrito y de acuerdo con los resultados obtenidos, el efecto adicional en el crecimiento del PIB real del país para 2006, derivado del Tratado, se estima podría ubicarse en un rango de entre 0.63 puntos porcentuales y 1.09 puntos porcentuales.

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



ANEXO 2

ESTIMACIÓN DEL PRODUCTO POTENCIAL Y DE LA BRECHA DEL PRODUCTO PARA GUATEMALA

El producto potencial se define como el mayor nivel del producto interno bruto de una economía que no genera incrementos en la tasa de inflación. Su estimación es importante tanto para determinar la posición relativa de la economía en el ciclo económico, como para determinar la existencia de presiones inflacionarias en el sistema económico. En efecto, debido a que las presiones de demanda agregada son unos de los principales determinantes del nivel de precios, la brecha del producto observado con respecto a su nivel potencial es una de las variables más comúnmente utilizadas para analizar la inflación.

Debido a su importancia, el objeto del presente análisis es ilustrar el comportamiento del PIB potencial para Guatemala y de la brecha del producto, de acuerdo a cada uno de los métodos que han sido utilizados para estimar dicha variable. El primer método utilizado se basó en la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott a la serie del PIB anual. Este método consiste en la extracción del componente permanente de una serie univariada con el fin de identificar el componente cíclico o brecha del producto. En el segundo método se utiliza una función de producción en donde el principal desafío es la construcción de las series de stock de capital y trabajo, ajustadas por un índice de calidad para cada factor. En el tercer método se utiliza un modelo estructural de vectores autoregresivos, SVAR, similar al propuesto por Blanchard y Quah (1989) para la estimación del componente permanente de una serie de tiempo. Finalmente, en el cuarto método se utiliza el filtro de Kalman para estimar el PIB potencial y la brecha del producto.

El resto de este documento consta de cinco apartados. En los apartados del 1 al 4 se explica brevemente los métodos utilizados para el cálculo del PIB potencial y la brecha del producto y se presenta los resultados derivados de cada método. Finalmente, en el quinto apartado se analiza los resultados obtenidos en los apartados anteriores y se indica la metodología utilizada para el cálculo del PIB potencial y de la

brecha del producto en el Modelo Macroeconómico Semiestructural, MMS, de pronósticos de inflación.

1. Estimación del PIB potencial por medio del filtro de Hodrick-Prescott

El filtro de Hodrick-Prescott (HP) es un método ampliamente utilizado para estimar el componente de largo plazo o de tendencia de una serie. Considere por ejemplo, la serie y_t , la cual puede descomponerse en un componente tendencial, y_t^g , y un componente cíclico,

y_t^c tal que dicha serie puede ser expresada de la forma siguiente:

$$y_t = y_t^g + y_t^c \quad (1)$$

El filtro de HP es aquel componente tendencial, y_t^g , que se obtiene por medio de la minimización de la varianza del componente cíclico sujeto a una penalización por incluir fluctuaciones dentro de la tendencia, y puede ser obtenido por medio del siguiente problema de minimización:

$$\{y_t^g\}_{t=0}^{T+1} = \arg \min \sum_{t=1}^T (y_t^c)^2 + \lambda \left((y_{t+1}^g - y_t^g) - (y_t^g - y_{t-1}^g) \right)^2$$

Donde λ es el parámetro de suavizamiento que penaliza la variabilidad en el componente tendencial. A mayor valor de λ , menor es la variación en el componente tendencial, o en el filtro de HP estimado. Hodrick y Prescott proponen valores para λ equivalente a 100, 1600, y 14400 para datos anuales, trimestrales y mensuales, respectivamente.

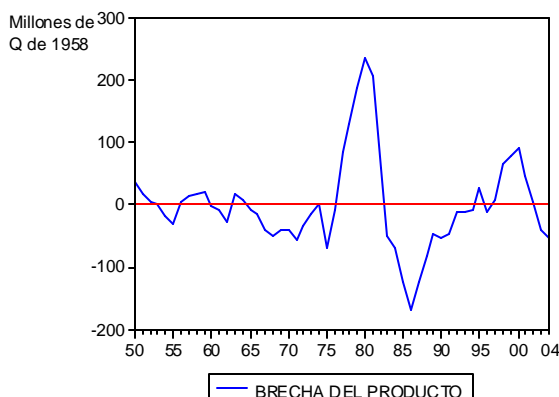
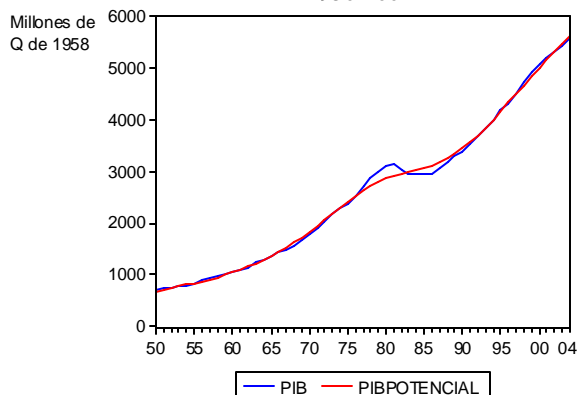
El panel superior de la Figura 1 indica la estimación del PIB potencial, mientras que el panel inferior indica la brecha del producto por medio de la aplicación del filtro de HP para el periodo 1950-2004. De acuerdo a esta metodología, la economía de Guatemala ha experimentado un periodo de desaceleración a partir de 2001.

Cabe indicar que esta metodología está sujeta a diversas críticas. Laxton y Tetlow (1992) llevaron a cabo un estudio de Monte Carlo sobre el cual concluyeron que el valor estimado del PIB potencial

Figura 1

Producto Interno Bruto Observado, Potencial y Brecha del Producto

1950-2004





por medio de esta metodología es bastante impreciso. Harvey y Jaeger (1993) y Guay y St-Amant (1996) ilustraron que el proceso generador de información para el cual el filtro de HP es óptimo, no es típico de series de tiempo macroeconómicas. Butler (1996) indica que la estimación del filtro de HP se deteriora cerca del final de la muestra, debido a que los valores contemporáneos obtienen un peso mucho mayor que los valores en la mitad de la muestra. Esto es importante desde el punto de vista de formulación de política económica a corto plazo. No obstante, la principal ventaja de aplicar este método radica en su fácil aplicación, ya que la única decisión que debe de llevarse a cabo es sobre el valor del parámetro de suavizamiento, λ . Esta es la razón por la cual es un método muy generalizado en diversos bancos centrales.

2. Estimación del PIB potencial por medio del filtro de una Función de Producción

La estimación del producto potencial es también posible mediante la utilización y análisis de una función de producción. Para el caso de Guatemala, se utilizó una función de producción Cobb-Douglas, en la cual la producción total depende del total de trabajo y de capital, tal y como se representa en la siguiente ecuación:

$$Y = AK^a L^{(1-a)} \quad (3)$$

En donde:

Y : Producto Interno Bruto

A : Productividad total de los factores de la producción

K : Stock de capital disponible para la producción

L : Total de horas disponibles para el trabajo

a : Participación del capital en la producción total

La productividad total de los factores de la producción, A , se deriva de cambios tecnológicos, o de cambios en los niveles de capacitación de los trabajadores y por lo tanto, no puede ser medida directamente. Por consiguiente, se construyeron índices de calidad para los factores de la producción (trabajo y capital) con el objeto de ajustar los montos

observados de dichos factores de acuerdo a cambios en su productividad a lo largo del período que comprende la muestra.

Cabe indicar que los datos sobre el stock de capital se estimaron en base al método de inventario permanente, de acuerdo con el cual se aplicaron tasas de depreciación diferenciadas para diferentes categorías que integran el stock de capital total. Dichas tasas se determinaron de acuerdo con criterios de expertos y tomando en cuenta la experiencia internacional en este tipo de medición. Luego, mediante deflatores implícitos, las series de datos fueron llevadas a precios constantes. Por su parte, los datos sobre el total de trabajo, se basaron en estadísticas sobre población económicamente activa.

La estimación de la tasa de crecimiento del producto potencial derivada de este método es equivalente a la suma algebraica de las tasas de crecimiento de la productividad total de los factores, medida como la tasa de crecimiento de los índices de calidad de cada factor, y de las tasas de crecimiento del capital y trabajo. Dicha tasa de crecimiento potencial, así como su brecha, se ilustran a continuación.

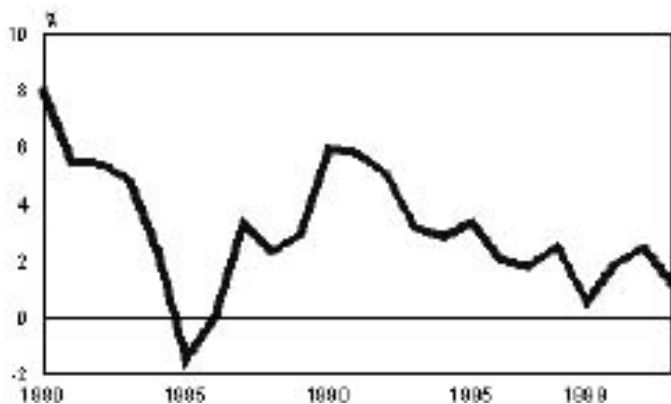
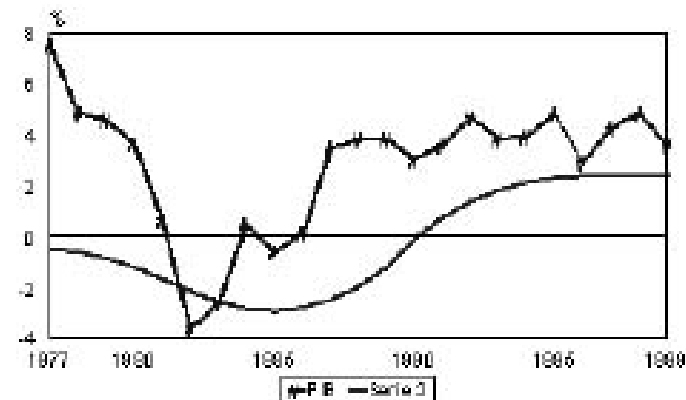
De acuerdo a la Figura 2, la brecha del producto tiende a reducirse en los últimos años del período considerado, lo cual es consistente con la reducción de la tasa de inflación registrada a finales de los noventa. Por otra parte, los períodos en los que la brecha es más amplia se dan alrededor de los años donde se han registrado las mayores tasas de inflación (por ejemplo, 1990-91). Cabe indicar que esta metodología proporciona resultados opuestos a la metodología utilizada anteriormente, ya que durante la mayor parte del periodo la brecha de la tasa de crecimiento se encuentra por arriba de su valor potencial.

3. Estimación del PIB potencial por medio de un Modelo Estructural de Vectores Autoregresivos, SVAR.

El tercer método utilizado para estimar el producto potencial de Guatemala es el propuesto por Blanchard y Quah (BQ, 1989). Esta metodología se basa en la descomposición de la serie de tiempo que corresponde al PIB en un componente tendencial, o de largo plazo, y

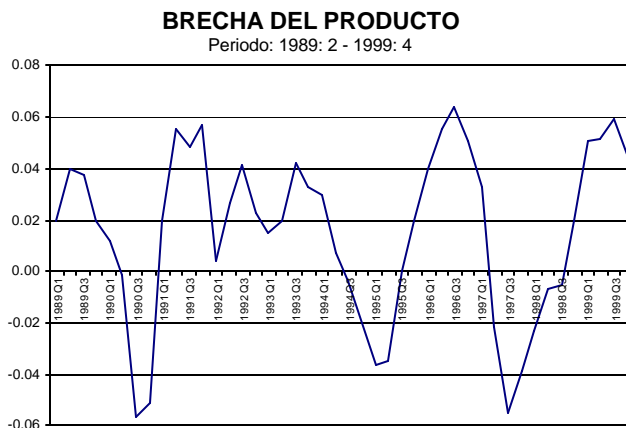
Figura 2

Tasa de Variación del Producto Observado,
Potencial y Brecha del Producto
(Tasas de Variación 1977-1999)



en un componente irregular, o de corto plazo, en base a un modelo SVAR bivariado cuya identificación se basa en imponer restricciones a largo plazo a los efectos de los shocks sobre las dos variables del modelo, el PIB y la tasa de desempleo. En particular, se asume que una de dichas innovaciones tiene efecto permanente sobre el PIB, mientras que la otra tiene un efecto temporal sobre dicha variable. En este sentido, se asume que los shocks de oferta tienen un efecto de largo plazo sobre el producto, mientras que los shocks de demanda tienen un efecto de corto plazo sobre el mismo.

Figura 3



Para el caso de Guatemala, se empleó el medio circulante, es decir, la cantidad de billetes y monedas en circulación más depósitos monetarios, en vez de la tasa de desempleo, debido a la carencia de información periódica sobre esta última variable. De esta manera, la estimación para la economía guatemalteca es semejante a la realizada por Scacciavillani y Swagel (1999) para Israel. Los resultados de la brecha del producto se presentan en la Figura 3.

Cabe indicar que los resultados obtenidos por medio de esta metodología se asemejan en una gran proporción a los obtenidos por el método de la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott, según el cual, la economía fluctúa alrededor de su nivel potencial durante el periodo analizado, y para los últimos años de la muestra, la brecha del producto se encontraba por arriba de su nivel potencial.

4. Estimación del PIB potencial por medio del Filtro de Kalman

El cuarto método utilizado para estimar el PIB potencial para Guatemala consiste en la aplicación del Filtro de Kalman, el cual consiste en un proceso que remueve altas frecuencias oscilatorias de una serie de tiempo y que, a diferencia del Filtro de Hodrick-Prescott, utiliza diferentes parámetros de suavizamiento en el periodo que comprende la muestra con el objeto de tomar en consideración posibles cambios estructurales en una variable a lo largo del tiempo. El

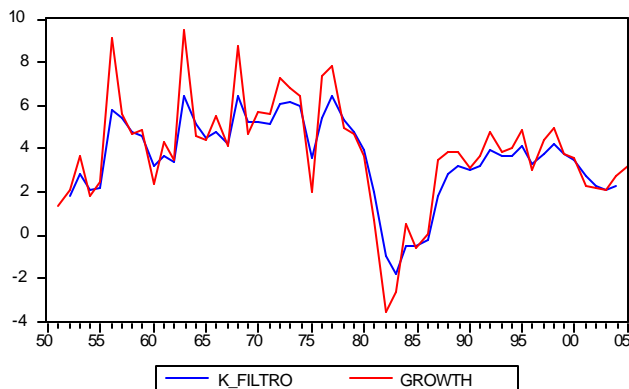
filtro de Kalman para la variable y_t se calcula por medio del siguiente sistema de ecuaciones en diferencia:

$$\mathbf{x}_{t+1} = F\mathbf{x}_t + v_{t+1} \quad (3)$$

$$y_t = A'x_t + H'\mathbf{x}_t + w_t \quad (4)$$

Donde \mathbf{x}_t es un vector de shock estocásticos que sigue un proceso autoregresivo determinado por (3); F , A' y H son matrices de parámetros y x_t es un vector de variables exógenas o predeterminadas. Por su parte, v_{t+1} y w_t son vectores de innovaciones caracterizadas por ser ruido blanco. El filtro de Kalman consiste en la estimación de una solución recursiva óptima en base a (3) y (4), por medio del método de mínimos cuadrados. El objetivo de dicha solución consiste en calcular un estimador lineal, insesgado y óptimo del estado en t con base en la información disponible en $t-1$. Esta metodología se aplicó a la tasa de variación del PIB interanual, con el propósito de calcular la tasa de crecimiento potencial del PIB para Guatemala.

Figura 4



Los resultados ilustrados en la Figura 4 contrastan con los obtenidos previamente, ya que la tasa de crecimiento potencial se ajusta significativamente a la serie original, por lo que resulta más difícil estimar la posición de la economía en el ciclo económico en un momento determinado, ya que la brecha de dicha tasa resulta ser muy volátil.

5. Análisis de Resultados y estimación del PIB potencial en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

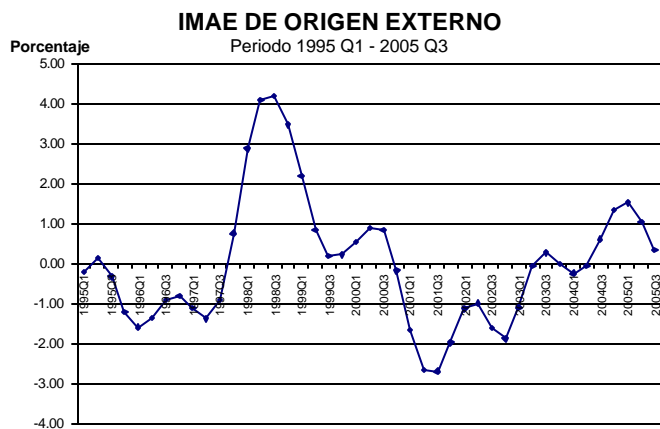
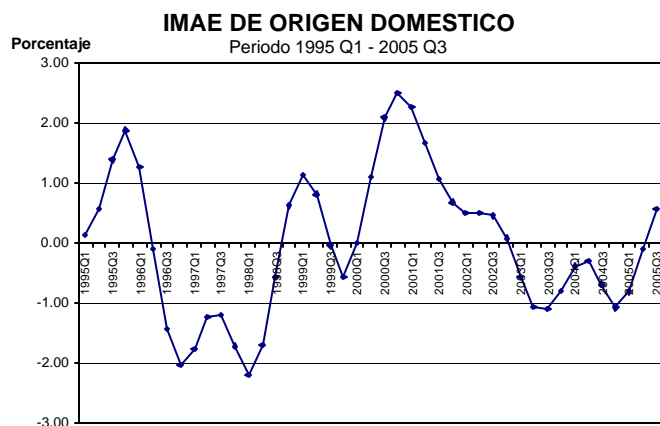
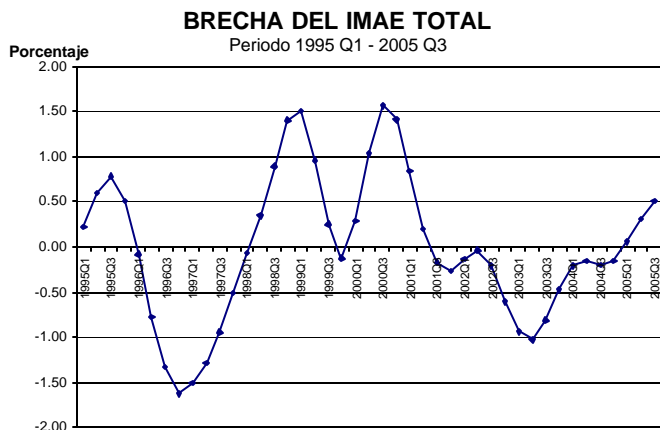
En las secciones anteriores se indicaron las cuatro metodologías que han sido utilizadas en el Banco de Guatemala para el cálculo del PIB potencial, cuyos resultados son diversos. Los resultados obtenidos por medio del filtro de Hodrick-Prescott y la descomposición de Blanchard y Quah proporcionan conclusiones similares sobre la posición relativa de la economía con respecto a su nivel potencial. Las otras dos metodologías utilizadas proporcionan resultados distintos. Por un lado, por medio de la aplicación de una función de producción a la economía de Guatemala



se concluye que el PIB se encuentra por arriba de su nivel potencial la mayor parte del tiempo. Por su parte, por medio de la aplicación del filtro de Kalman es difícil concluir sobre la posición de la economía con respecto a su nivel potencial, debido a que la serie filtrada se ajusta significativamente a la serie original.

Esta diversidad de resultados genera incertidumbre con respecto al verdadero nivel del producto potencial para Guatemala; sin embargo, es necesario seleccionar alguna de las cuatro metodologías descritas para estimar esta variable debido a su importancia en la toma de decisiones de política monetaria. En efecto, esta variable forma parte fundamental del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) que, con asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional, está siendo implementado por el banco central. Dicho modelo será puesto en práctica a partir de 2006 y representará el marco analítico que permitirá discutir de manera más precisa y ordenada la implementación de acciones de política monetaria para combatir las diversas presiones inflacionarias. Dentro del grupo de variables macroeconómicas que se analizan en el marco del MMS se encuentra la brecha del producto interno bruto total, la cual se subdivide en dos componentes: i) la brecha de producción de demanda doméstica y ii) la brecha de producción de demanda externa. No obstante, debido a que la serie del producto interno bruto de Guatemala tiene periodicidad anual y no trimestral como lo requiere el MMS, como aproximación al PIB se utiliza el Índice Mensual de la Actividad Económica, IMAE, trimestralizado y desestacionalizado. Debido a los requerimientos del MMS, dicho índice se subdivide en dos componentes: i) el Índice Mensual de la Actividad Económica de Origen Doméstico, IMAED y ii) el Índice Mensual de la Actividad Económica de Origen Externo, IMAEX. Por lo tanto, con el objeto de obtener una estimación para las brechas de producción de demanda doméstica y externa, se aplica el filtro de Hodrick-Prescott, descrito en el primer apartado, al logaritmo de cada componente del IMAE. El resultado proporciona una estimación del índice potencial de actividad económica tanto de origen doméstico como de origen externo, el cual se substraerá de cada índice para obtener la brecha correspondiente. Las brechas de producción estimadas se ilustran en la Figura 5.

Figura 5
Brechas del IMAE Total, IMAE de origen Doméstico, e
IMA de origen Externo



Cabe indicar que la adopción de esta metodología obedece a la facilidad de su aplicación y a su uso generalizado en diversos bancos centrales; sin embargo, las brechas estimadas sólo representan una aproximación a las brechas calculadas con base en el producto interno bruto, las cuales deberán reemplazar a las brechas utilizadas en la actualidad cuando la información sobre el producto trimestral se encuentre disponible.



ANEXO 3

ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA¹¹

I. Introducción

Los efectos de la política monetaria sobre el sector real de la economía, así como la intensidad, efectividad y eficiencia de dicho proceso, constituye el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Para que el mecanismo de transmisión sea un tema relevante en la teoría monetaria es necesario que la política monetaria tenga efectos reales en el corto plazo. De lo contrario, la dicotomía entre variables nominales y reales -neutralidad del dinero- limita el objetivo de estabilidad macroeconómica, que persigue la autoridad monetaria, a encontrar una estrategia que garantice una determinada tasa de inflación en el largo plazo; sin embargo, ya sea por la asimetría de información, por los costos de ajuste o simplemente por las rigideces de precios en mercados clave, las acciones de la autoridad monetaria pueden tener efectos reales en el corto plazo.

Debido a lo mencionado, es muy importante conocer los efectos potenciales de la política monetaria sobre la economía, la forma en que estos se producen y las magnitudes e intervalos de tiempo involucrados. Además, es muy importante tener una visión clara y dinámica de la gestión monetaria para poder modificarla de acuerdo a los cambios estructurales que pueda experimentar la economía -incluyendo cambios tecnológicos, institucionales y en el propio esquema de política monetaria- que afectan al mecanismo de transmisión.

Como se mencionó, las imperfecciones de mercado delimitan el proceso de transmisión de la política monetaria. En una economía sin rigideces, con información perfecta y mercados financieros completos, la política monetaria tendría poca efectividad para estabilizar la economía y, por ende,

¹¹ Bain, K. y Howells, P. (2002) "Monetary Economics. Policy and Theoretical Basis. Palgrave, New York, USA
Mies, V; Morandé, F. y Tapia, M. (2002) "Política Monetaria y mecanismos de transmisión: Nuevos Elementos para una vieja discusión" Central Bank of Chile, Working Papers. No. 181 (Septiembre)



para aumentar el bienestar de la población; sin embargo, debido a que una economía sin rigideces no existe, el análisis del mecanismo de transmisión es muy importante, ya que permite fortalecer la eficacia y eficiencia de la gestión monetaria, lo que debe traducirse en mayor bienestar.

II. Canales que conforman el mecanismo de transmisión

El mecanismo de transmisión está compuesto por varios canales básicos, los cuales no son independientes entre sí, sino más bien son simultáneos y, en ocasiones, complementarios; sin embargo, a nivel teórico es necesario distinguirlos para poder analizarlos adecuadamente, mientras que la importancia relativa de cada canal o la complementariedad de algunos de ellos compete a la econometría, ya que cada economía tiene una estructura peculiar, lo que hace imposible generalizar acerca de la importancia de determinado canal en el mecanismo de transmisión.

i. El canal tradicional de la tasa de interés

Éste es el mecanismo convencional que se utiliza como marco general para representar el efecto conjunto de todos los canales. Este canal indica la forma en que el banco central, a través de modificaciones en la oferta de dinero, provoca cambios en la tasa de interés nominal, los cuales, debido a la presencia de rigideces nominales en la economía, se traducen en modificaciones de la tasa real de interés con efectos sobre el consumo, inversión y demanda de dinero. Esto, a su vez, incide sobre el nivel de producción y de precios. La efectividad de la política monetaria dependerá no sólo de la capacidad para afectar la tasa de interés real, sino también de la sensibilidad del consumo, inversión y demanda de dinero frente a los cambios a esa variable. La elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés delimitará la forma, velocidad e intensidad del efecto de la política monetaria sobre la economía. Adicionalmente, el alza en la tasa de interés no sólo provocará un efecto sustitución que desaliente la inversión y el consumo, sino que también generará un efecto riqueza que afecta a las posiciones deudoras y acreedoras de los agentes económicos.



En el contexto descrito, la efectividad de la política monetaria depende de la medida en que el banco central pueda afectar, a través del manejo de una tasa de interés de corto plazo, toda la estructura de tasas de interés. En particular, aquéllas de más largo plazo, las cuales son las más relevantes para las decisiones de inversión.

La teoría monetaria convencional considera a la tasa de interés de largo plazo como un promedio ponderado de las tasas de interés esperadas de corto plazo. La propagación de las acciones de política a lo largo de la estructura de tasas depende de factores tales como la estructura de los mercados financieros y las expectativas, los cuales suelen identificarse como canales de transmisión en sí mismos e interactúan con el mecanismo general.

Un movimiento de la tasa de interés puede ser interpretado como una señal respecto de la conducta futura de la política monetaria, reaccionando las tasas de interés de modo consistente con esa perspectiva. Una baja en la tasa de interés, por ejemplo, puede interpretarse como un factor que hará aumentar la inflación en el futuro, lo que incidirá en un alza en la tasa de interés de largo plazo que podría afectar a la inversión del período actual y, por ende, al crecimiento económico.

ii. El canal de activos

El canal de activos se basa en la existencia de un conjunto de activos más amplio que el de la visión simple de bonos y dinero que sustenta el primer canal de transmisión. Un caso particular es el enfoque monetarista, el cual establece que la excesiva atención dada a la tasa de interés ensombrece la incidencia del dinero en la determinación de la riqueza.

En términos generales, puede establecerse que la política monetaria no sólo tiene impacto sobre las tasas de interés, sino sobre un amplio conjunto de precios de activos. Ello genera un efecto riqueza adicional que refuerza el efecto directo de la tasa de interés sobre el consumo, la inversión y el empleo. De esta forma, un pequeño cambio en la política monetaria puede tener un efecto importante sobre la actividad económica a través de un cambio significativo en el valor de un activo que



represente una proporción significativa en el portafolio de riqueza de los agentes económicos.

En condiciones normales, el precio de un activo debiese caer como resultado de una contracción monetaria, ya sea por el efecto sustitución -menor retorno relativo de las tasas de interés- o por la contracción del nivel de gasto de los agentes económicos. Es evidente que la intensidad de este mecanismo se relaciona con la operación de los restantes canales: el precio de un activo se moverá en mayor o menor medida dependiendo de cuáles sean las expectativas de sus flujos futuros y de cómo éstos se vean afectados por el comportamiento de la política monetaria esperada. La estructura del mercado financiero y las opciones de inversión y crédito determinarán cuánto caerá la demanda de un determinado activo y cuál será la elasticidad de su precio respecto a ese movimiento.

iii. El acelerador financiero

Este canal es una vertiente del canal de activos. El valor de mercado de una empresa depende de sus flujos futuros esperados y del valor de los activos contenidos en su portafolio, variables que pueden ser afectadas por la tasa de interés. Ante una contracción monetaria el valor de las empresas podría caer debido a que la hoja de balance -valor de mercado de la misma- es el colateral con el cual la empresa obtiene crédito. La reducción del valor de mercado incentiva a las empresas a tomar proyectos más riesgosos -riesgo moral-. El problema de riesgo moral se combina con el de selección adversa en la solicitud de crédito, las empresas con un menor valor de mercado y las que tienen su valor intacto acudirán, por igual, a solicitar crédito. Puede darse el caso en que los bancos otorguen el crédito a las empresas con menor valor de mercado y préstamos más riesgosos; es decir, cerrar el crédito a empresas solventes.

Este canal explica que los efectos de una contracción monetaria pueden magnificarse debido a dos factores: el menor acceso al crédito externo de las empresas que ven reducida su hoja de balance y la menor disponibilidad de crédito bancario. Este fenómeno se conoce en la literatura económica como “acelerador financiero”.



iv. El canal del tipo de cambio

El tipo de cambio podría ser incluido como un caso dentro del canal de activos, ya que es el precio de un activo financiero: el dinero de otro país; sin embargo, el tipo de cambio recibe el trato de un canal particular debido a su importancia como precio relativo.

La tasa de interés, aunque de manera ambigua, incide sobre el comportamiento del tipo de cambio. En primer lugar, si la tasa de interés interna es mayor que la tasa de interés internacional, se producirá un ingreso de capitales que generará un exceso de oferta de moneda extranjera que provocará la apreciación del tipo de cambio, lo que reduce las exportaciones netas y, por ende, la demanda agregada. Segundo, el alza de la tasa de interés provoca una caída de la demanda de dinero doméstico y se traduce en una depreciación del tipo de cambio. Esto genera un efecto expansivo debido a que aumentan las exportaciones netas y con ello la demanda agregada. Por último, el tipo de cambio también es afectado por las expectativas; en ese sentido, se espera que un aumento de la tasa de interés aumente la demanda de dinero doméstico debido a que la restricción monetaria en el período actual implica una menor inflación en el futuro. El aumento de la demanda de dinero doméstico propicia una apreciación del tipo de cambio y una reducción de la demanda agregada.

El canal del tipo de cambio también depende de las características del mercado financiero y de las alternativas de cobertura ofrecidas por éste. En un mercado con pocos instrumentos de cobertura, los movimientos del tipo de cambio pueden tener un impacto significativo en las hojas de balance de las empresas, si es que existe descalce de monedas. Cuando los residentes locales son deudores netos, una apreciación del tipo de cambio puede provocar una mejora en la hoja de balance de éstos e inducir un incremento en la demanda interna.

v. El canal del crédito

Las empresas tienen a su disposición, al menos, dos fuentes de financiamiento: financiamiento externo -crédito bancario- y financiamiento interno -reversión de utilidades y/o emisión de acciones y bonos-. El costo



del financiamiento externo a la empresa, relativo al financiamiento interno, va a ser relevante para aquellas que no pueden obtener fondos de manera directa.

La teoría económica sugiere dos mecanismos para explicar la conexión entre las acciones de la política monetaria y este costo: el canal de las hojas de balance y el canal de préstamos del sistema bancario, lo que implica que hay que distinguir entre los efectos sobre la capacidad de endeudarse de las empresas y la cantidad de crédito ofrecida por los bancos.

vi. El canal de las expectativas de los agentes económicos

Las expectativas son un canal muy importante debido a su interrelación con el resto de canales. En el sector financiero, por ejemplo, las expectativas pueden producir sobrerreacciones de los precios de activos financieros, lo cual genera efectos riqueza que se transmiten, por los mecanismos ya descritos, a las familias, empresas e instituciones financieras de la economía. Para evitar desajustes como el mencionado, la política monetaria debe ser creíble y transparente.

La credibilidad del banco central es muy importante, ya que permite a los agentes económicos evaluar de manera clara la consistencia de la gestión monetaria. Una meta de inflación creíble implica que la política monetaria esté comprometida con el cumplimiento de esa meta, lo que permite a los agentes económicos generar expectativas más claras y menos erráticas respecto de la política monetaria en el futuro. La estructura de tasas asociada a una reducción de la tasa de política, por ejemplo, será consistente con el hecho de que las tasas de política esperadas sean coherentes con el cumplimiento de la meta de inflación. Por consiguiente, el comportamiento de las tasas de corto y largo plazos reflejará esa consistencia. En el caso en que la meta no sea creíble o no exista claridad respecto al objetivo del banco central, el efecto sobre la estructura de tasas será ambiguo y estará dado por la forma en que el público pueda inferir las acciones futuras del banco central.

La transparencia y credibilidad fomentan la efectividad de la política monetaria, ya que fortalecen la capacidad de persuasión del banco central -las expectativas responden positivamente a los anuncios de



objetivos de la autoridad monetaria-, lo cual es particularmente importante dentro de un esquema de metas de inflación.

III. Conclusiones

La literatura económica indica que la gestión monetaria afecta al sector real de la economía a través de diversos canales, los cuales conforman el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El conocimiento del mecanismo de transmisión es importante para aumentar la eficacia y eficiencia de la gestión monetaria en el cumplimiento de su objetivo fundamental, el cual es alcanzar y mantener la estabilidad de precios.

En economías que implementan un régimen de metas de inflación es muy importante identificar los canales que integran el mecanismo de transmisión. Además, debe determinarse el peso relativo de cada canal y la velocidad y magnitud con la que afectan al sector real de la economía.

ANEXO 4¹²

CAPÍTULO IV

RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

El régimen de metas de inflación se ha convertido en una estrategia de política monetaria cada vez más aceptada y actualmente lo aplican 21 países (8 industriales y 13 de mercados emergentes). Otros países están considerando seguir sus pasos. Sin embargo, si bien existen numerosos estudios sobre el uso de este régimen en los países industriales, se han analizado poco sus efectos en los países de mercados emergentes.

El análisis desarrollado en este capítulo representa un primer intento de llenar ese vacío. Se examina la experiencia de los países de mercados emergentes que han adoptado un régimen de metas de inflación desde fines de la década de 1990, concentrándose la atención tanto en el desempeño macroeconómico como en los posibles beneficios y costos que ese régimen conlleva. Se realizó una nueva encuesta más detallada de 31 bancos centrales como complemento del análisis expuesto en el capítulo. Se presta especial atención a lo que entraña adoptar metas de inflación en cuanto al cambio institucional y a la factibilidad y el éxito del régimen cuando en la etapa inicial no están dadas determinadas condiciones, tales como la independencia del banco central.

¿En qué consiste el régimen de metas de inflación y por qué es importante?

Existe en la actualidad amplia coincidencia en que la función primordial de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios¹. Una definición práctica de la estabilidad de precios

que hoy está ampliamente aceptada es la de por Alan Greenspan, Presidente del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal: “La estabilidad de precios se logra cuando los agentes económicos dejan de tener en cuenta las posibles variaciones futuras del nivel general de los precios al tomar sus decisiones económicas” (Greenspan, testimonio ante el Congreso de Estados Unidos, 1996). A menudo se considera que esta situación corresponde a una tasa anual de inflación ubicada en los niveles más bajos de un solo dígito².

El régimen de metas de inflación es uno de los marcos operativos de política monetaria destinados a lograr la estabilidad de precios. A diferencia de otras estrategias, particularmente la fijación de metas monetarias o cambiarias, encaminadas a lograr una inflación baja y estable mediante la determinación de objetivos referidos a variables intermedias —por ejemplo, la tasa de crecimiento de los agregados monetarios o el nivel del tipo de cambio de una moneda “ancla”— un régimen de metas de inflación se orienta directamente a la inflación. En los estudios sobre el tema se han dado definiciones diferentes del régimen de metas de inflación³. En la práctica, no obstante, dicho régimen presenta dos características principales que lo distinguen de otras estrategias de política monetaria.

- El banco central actúa conforme a un mandato y a un compromiso de mantener una meta numérica exclusiva definida como un nivel o un rango de inflación anual. La fijación de una única meta de inflación subraya el hecho de que estabilizar los precios es el principal

Los autores principales de este capítulo son Nicoletta Batini, Kenneth Kuttner y Douglas Laxton, con la colaboración de Manuela Goretti. Nathalie Carcenac se encargó de la investigación.

¹Véanse Batini y Yates (2003) y Pianalto (2005).

²Véanse Bernanke *et al.* (1999), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001), Brook, Karagedikli y Scrimgeour (2002), Batini (2004) y Burdekin y Siklos (2004).

³Véanse, entre otros, Leiderman y Svensson (1995), Mishkin (1999) y Bernanke *et al.* (1999).

¹² Tomado del World Economic Outlook, edición septiembre 2005.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Cuadro 4.1. Países que aplican un régimen de metas de inflación

	Fecha de adopción del régimen ¹	Meta numérica única = inflación	Meta de inflación actual (porcentaje)	Proceso de pronóstico	Publicación del pronóstico
Países de mercados emergentes					
Israel	1997:T2	SI	1-3	SI	SI
República Checa	1998:T1	SI	3 (+/-1)	SI	SI
Corea	1998:T2	SI	2,5-3,5	SI	SI
Polonia	1999:T1	SI	2,5 (+/-1)	SI	SI
Brasil	1999:T2	SI	4,5 (+/-2,5)	SI	SI
Chile	1999:T3	SI	2-4	SI	SI
Colombia	1999:T3	SI	5 (+/-0,5)	SI	SI
Sudáfrica	2000:T1	SI	3-6	SI	SI
Tailandia	2000:T2	SI	0-3,5	SI	SI
México	2001:T1	SI	3 (+/-1)	SI	No
Hungría	2001:T3	SI	3,5 (+/-1)	SI	SI
Perú	2002:T1	SI	2,5 (+/-1)	SI	SI
Filipinas	2002:T1	SI	5-6	SI	SI
Países industriales					
Nueva Zelanda	1990:T1	SI	1-3	SI	SI
Canadá	1991:T1	SI	1-3	SI	SI
Reino Unido	1992:T4	SI	2	SI	SI
Australia	1993:T1	SI	2-3	SI	SI
Suecia	1993:T1	SI	2 (+/-1)	SI	SI
Suiza	2000:T1	SI	<2	SI	SI
Islandia	2001:T1	SI	2,5	SI	SI
Noruega	2001:T1	SI	2,5	SI	SI

Fuente: Autoridades nacionales.

¹Esta fecha indica el momento en que los países adoptaron de facto un régimen de metas de inflación según la definición presentada al principio de este capítulo. Las fechas oficiales de adopción del régimen pueden variar.

objetivo de la estrategia y su especificación numérica permite conocer qué entienden las autoridades como estabilidad de precios.

- El pronóstico de inflación dentro de un horizonte dado es la meta intermedia de facto de la política. Por esa razón, al mecanismo consistente en fijar metas de inflación también suele conocerse como un régimen de “metas de pronóstico de inflación” (Svensson, 1998). Dado que la inflación está parcialmente determinada en el corto plazo por los contratos existentes de precios y salarios o por la indexación según la inflación pasada, la política monetaria solo puede influir en la inflación futura esperada. Al alterar las condiciones monetarias a partir de la nueva información disponible, los bancos centrales influyen en la inflación esperada y en

el transcurso del tiempo la hacen converger hacia la meta fijada, lo cual determina que la inflación real finalmente coincida con la meta.

Hasta el momento, la estrategia de política monetaria seguida por 21 países posee estas características, y a los fines de este capítulo se considera que esos países aplican un régimen de metas de inflación (cuadro 4.1)⁴. Al definirse el régimen según estas dos características resulta claro por qué, por ejemplo, ni la Reserva Federal ni el Banco Central Europeo se consideran encuadrados en este esquema: el objetivo de estabilidad de precios de la primera carece de especificación numérica⁵, mientras que el segundo tradicionalmente ha puesto énfasis en un “valor de referencia” para el crecimiento del agregado monetario amplio M3 de la zona del euro⁶.

⁴Conforme a estos criterios, no se clasifica a Chile e Israel como países con un régimen de metas de inflación hasta que pasaron a otorgar menos importancia a sus objetivos de tipo de cambio, como hicieron en 1999 y 1997, respectivamente.

⁵Véanse Kohn (2003), Gramlich (2003) y Bernanke (2003).

⁶Véanse Banco Central Europeo (1999), Solans (2000) e Issing (2000). Sin embargo, recientemente el Banco Central Europeo ha pasado a dar menos peso a este valor de referencia, avanzando así hacia un régimen “puro” de metas de inflación. Véase Banco Central Europeo (2003).

¿EN QUÉ CONSISTE EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN Y POR QUÉ ES IMPORTANTE?

Quienes proponen un régimen de metas de inflación sostienen que este ofrece una serie de ventajas en comparación con otras estrategias operativas (véase, por ejemplo, Truman, 2003), especialmente las siguientes:

- *Un régimen de metas de inflación contribuye a reforzar la credibilidad y a anclar las expectativas de inflación de manera más rápida y permanente.* El establecimiento de metas de inflación deja en claro que mantener baja la tasa inflacionaria es el objetivo primordial de la política monetaria y exige un mayor grado de transparencia para compensar la mayor libertad operativa que ofrece el régimen. Las metas de inflación son además intrínsecamente más claras y más fáciles de observar y comprender que otros tipos de metas, ya que habitualmente no varían con el correr del tiempo y son controlables mediante otros mecanismos monetarios⁷. De ese modo, las metas de inflación pueden contribuir a que los agentes económicos comprendan y evalúen mejor la actuación del banco central, anclando las expectativas de inflación de manera más rápida y permanente que otras estrategias en las cuales la tarea del banco central resulta menos clara o menos controlable (véase el recuadro 4.1, “Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias”).
- *Las metas de inflación otorgan una mayor flexibilidad.* Como no es posible controlar la inflación

en forma instantánea, comúnmente la meta inflacionaria se interpreta como un objetivo a mediano plazo. Ello significa que los bancos centrales que aplican este sistema se proponen alcanzar una meta de inflación a lo largo de un horizonte determinado, concentrándose en mantener las expectativas inflacionarias dentro de esa meta⁸. Las desviaciones que se producen en el corto plazo respecto de la meta son aceptables y no se traducen necesariamente en una pérdida de credibilidad⁹. Ese mayor margen de flexibilidad podría reducir la variabilidad de la brecha del producto (en el recuadro 4.1 se analiza por qué algunas alternativas al régimen de metas de inflación pueden traer aparejados costos más altos en términos del producto).

- *Un régimen de metas de inflación conlleva un menor costo económico ante un fracaso de la política monetaria.* Los costos que supone para el producto no lograr los objetivos de política cuando existen otros compromisos monetarios, como el de mantener un tipo de cambio fijo, pueden ser muy elevados y por lo general implican una masiva pérdida de reservas, alta inflación, crisis financieras y bancarias y la posibilidad de incumplimiento de los pagos de la deuda¹⁰. En cambio, los costos que se sufren al no cumplirse el objetivo inflacionario se limitan a una tasa de inflación temporalmente mayor que la meta y a un crecimiento temporalmente más lento, ya que las tasas de interés

⁷Las metas monetarias, por ejemplo, deben ser fijadas anualmente y son difíciles de controlar porque las variaciones de la demanda de dinero o del multiplicador monetario debilitan el control sobre la oferta monetaria y alteran la relación entre dinero e inflación en el largo plazo. Análogamente, el control que el banco central puede ejercer sobre las metas cambiarias es limitado porque, en última instancia, el nivel del tipo de cambio está determinado por la oferta y la demanda internacional de la moneda local en relación con la moneda utilizada como “ancla” y, por ende, los cambios de percepción respecto de la moneda local pueden desencadenar variaciones abruptas de su valor relativo que no se compensan fácilmente con medidas que tome el banco central. Muchos bancos centrales han abandonado sus metas monetarias y cambiarias por los motivos expuestos. Véase el recuadro 4.1.

⁸El horizonte dentro del cual los bancos centrales que aplican este régimen procuran estabilizar la inflación en el nivel de la meta generalmente varía según la clase de perturbaciones que la desviaron de ese objetivo y según la velocidad de la transmisión monetaria. Véase en Batini y Nelson (2001) un análisis de los horizontes óptimos en un marco de metas de inflación.

⁹En un contexto de “plena credibilidad”, los agentes económicos que operan dentro de un régimen de metas de inflación ajustan preventivamente sus planes ante la presencia de presiones inflacionarias incipientes, de modo que el banco central debe modificar las tasas de interés aún menos, y la estabilización de los precios se logra con costos aún más bajos de variabilidad de la brecha del producto (véase, por ejemplo, King, 2005).

¹⁰La experiencia de Argentina en 2001 constituye un ejemplo de la situación descrita.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Recuadro 4.1. Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias

Las estrategias basadas en la fijación de objetivos monetarios y cambiarios son las principales alternativas de política monetaria al régimen de metas de inflación. Ambas estrategias están dirigidas indirectamente a la inflación por el hecho de centrarse en variables “intermedias”, a partir de la premisa de que estas últimas son controlables y además tienen una innegable vinculación con el objetivo fundamental de la política: el control de la inflación. En este recuadro se analizan las ventajas y desventajas de estas alternativas y se expone una breve reseña de la experiencia histórica de los países que las han utilizado¹.

Metas monetarias

A fines de los años setenta y durante los años ochenta, muchos bancos centrales adoptaron un régimen de metas monetarias como eje de su lucha contra la inflación (Goodhart, 1989). Dicho sistema supone anunciar cada año una meta de crecimiento de un agregado monetario², a partir del supuesto de que controlando el crecimiento de la cantidad de dinero se puede controlar la inflación³. Las principales ventajas de fijar metas monetarias residen en que por lo general se dispone de datos monetarios más rápidamente que

de otros tipos de datos —y, por ende, de información anticipada acerca de las perspectivas inflacionarias a corto plazo— y en que la oferta monetaria nominal puede ser controlada más directamente que la inflación en sí misma. Además, un control firme sobre el stock de dinero resulta en gran medida incompatible con la monetización de la deuda y, por lo tanto, se considera que genera cierto grado de disciplina en la política fiscal. Asimismo, la fijación de metas monetarias generalmente demanda una escasa labor de análisis, ya que para ello solo se requiere establecer supuestos anuales respecto al crecimiento real tendencial, la velocidad tendencial del dinero y el multiplicador de la base monetaria.

Por otra parte, sin embargo, el sistema de metas monetarias presenta deficiencias, tanto conceptuales como prácticas. Conceptualmente, en un marco de metas monetarias es más difícil “anclar” las expectativas inflacionarias porque esas metas agregan una segunda variable numérica al objetivo final de la política, que impide ver claramente cuál es la tarea del banco central y dificulta el seguimiento de su actuación. Las metas monetarias son, por lo tanto, especialmente inadecuadas para países que presenten antecedentes desfavorables en materia de inflación y cuyo banco central tenga poca credibilidad. Las metas monetarias se basan en el supuesto de que el banco central tiene pleno control sobre el stock de dinero nominal, o sea, que el multiplicador monetario es previsible, y que la velocidad del dinero es previsible, es decir, que la relación a largo plazo entre el crecimiento de la cantidad de dinero y el crecimiento del ingreso nominal —y, por consiguiente, la inflación, respecto de un crecimiento real tendencial dado— es estable. En la práctica, a menudo los objetivos monetarios se incumplieron, lo cual llevó a que se cuestionara su utilidad como metas intermedias. Los únicos países que aún hoy fijan metas monetarias son los países en desarrollo⁴, si bien incluso en

Nota: Las autoras principales de este recuadro son Nicoletta Batini y Manuela Goretti.

¹La experiencia registrada en el Reino Unido desde la segunda guerra mundial ilustra muchas de las ventajas y desventajas de un esquema de metas intermedias en comparación con un régimen de metas de inflación. Véase Batini y Nelson (2005).

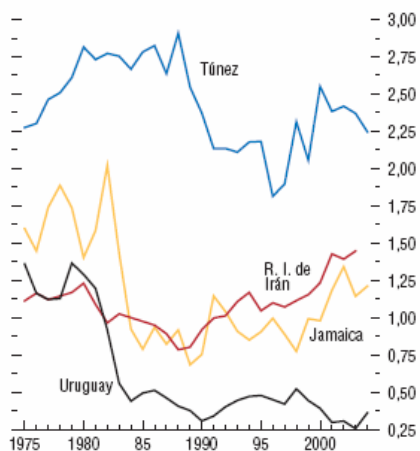
²En la mayoría de los casos, la definición de la meta monetaria varía según el país, pero generalmente se refiere a agregados levemente más amplios que la base monetaria, es decir, agregados que comprenden el circulante, los depósitos a la vista y los depósitos a plazo sin restricciones de acceso.

³Este supuesto tiene su origen en una conocida identidad que Irving Fisher denominó la “ecuación cuantitativa” o la “ecuación de intercambio”, según la cual el valor de todas las transacciones económicas (o, en términos más generales, todo el ingreso nominal generado en una economía) debe ser pagado con dinero. Por lo tanto, el circulante multiplicado por la velocidad del dinero —es decir, el tiempo promedio en que se gasta una unidad de dinero durante un cierto período— debe ser igual al ingreso nominal. Debido a la neutralidad del dinero, las variaciones del stock nominal de dinero no tienen efecto alguno en las variaciones del producto real a largo plazo, pero pueden afectar así a la inflación, en tanto la velocidad del dinero sea constante.

⁴De los 22 países en desarrollo que declaran seguir un régimen de metas monetarias, solo 9 divulgan periódicamente sus metas numéricas. Cinco de esos nueve países se encuentran aplicando programas del FMI. No obstante, numerosos países todavía realizan un seguimiento de los agregados monetarios y de crédito como parte de su evaluación general de las condiciones económicas y de los mercados financieros.

¿EN QUÉ CONSISTE EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN Y POR QUÉ ES IMPORTANTE?

Multiplicadores monetarios¹



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Coficiente del dinero en sentido estricto (M1) respecto de la base monetaria (M0). Las metas monetarias de Irán y Túniz son en realidad agregados monetarios más amplios que M1, es decir, M2 y M3, respectivamente. No obstante, la volatilidad de M1 se transmite a estos agregados más amplios.

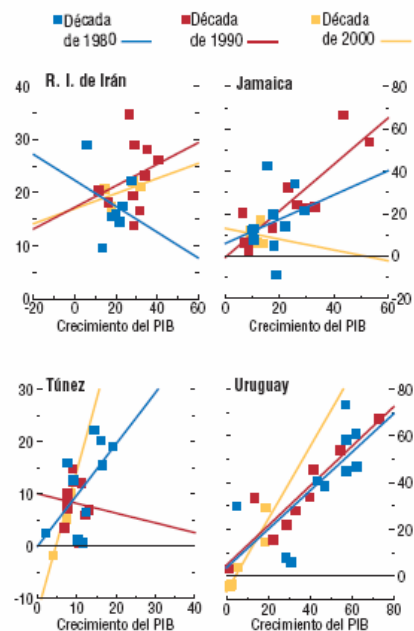
este caso ni el multiplicador monetario⁵ ni la velocidad del dinero parecen mantenerse estables en el tiempo, como se muestra en los dos gráficos respecto de un grupo de países que no aplican programas del FMI.

Metas cambiarias

Existen dos tipos principales de metas cambiarias: los tipos de cambio fijos (cajas de conversión, uniones monetarias y dolarización unilateral) y los tipos de cambio fijos pero ajustables (tipos de cambio “vinculados” con otra moneda o con una cesta de monedas, así como también paridades constantes o móviles, que pueden estar definidas como un valor puntual o como una banda-meta).

⁵La inestabilidad e imprevisibilidad del multiplicador en los países en desarrollo es a menudo una consecuencia de los flujos de capital, incluidos los flujos de asistencia, que distorsionan gravemente el crecimiento de la base monetaria.

Crecimiento de la cantidad de dinero y crecimiento del ingreso nominal
(Porcentajes; crecimiento del FMI en el eje de las y)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

En grados diversos, ambos tipos de metas cambiarias suponen “adoptar” la política monetaria de otro país para ganar la credibilidad que aporta una fuente extranjera cuando no existe tal credibilidad en el nivel interno⁶. Se considera

⁶Las uniones monetarias, como la Unión Económica y Monetaria europea, representan una categoría especial de régimen de tipo de cambio fijo, en el cual los países abandonan sus monedas nacionales para adoptar una nueva moneda colectiva única. Los principales beneficios que ofrece ese régimen son los menores costos de las transacciones cambiarias y la eliminación de la volatilidad del tipo de cambio dentro de la Unión. Las uniones monetarias, no obstante, conllevan una pérdida parcial de autonomía monetaria —ya que las decisiones de política monetaria deben ser “coordinadas” con otros miembros— y una pérdida sustancial de señoreaje para algunos de ellos.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Recuadro 4.1 (conclusión)

que una paridad cambiaria fija pero ajustable permite aprovechar casi toda la credibilidad que brinda un tipo de cambio fijo, pero sin la falta de flexibilidad que caracteriza a los regímenes más rígidos (véase el capítulo 2 de la edición de septiembre de 2004 de *Perspectivas de la economía mundial*). En un régimen de metas cambiarias, la única tarea del banco central consiste en mantener el valor de la moneda nacional en relación con la de otro país o grupo de países. Si no existen controles de capital eficaces, los flujos de capital deben esterilizarse y la expansión de la moneda nacional solo puede ser resultado de la expansión monetaria en el país que actúa como “ancla”, con lo cual finalmente la inflación interna tiende a coincidir con la de ese otro país. Las metas cambiarias también generan la expectativa de una menor volatilidad del tipo de cambio.

El régimen de metas cambiarias tiene tres principales desventajas. Primero, dado que ese sistema supone ceder facultades del banco central a otro país, al aplicarlo se pierde gran parte —cuando no la totalidad— de la autonomía monetaria, por ejemplo, al no poder utilizarse los instrumentos monetarios para fines de política interna. Segundo, las metas cambiarias pueden exponer al banco central a ataques especulativos y, en casos extremos, obligar a modificar la paridad cuando la situación económica fundamental del país quizá no lo justifique realmente. Por otra parte, al crear una sensación de seguridad frente a un posible riesgo cambiario, este mecanismo puede fomentar situaciones de descalce de monedas sin la debida cobertura, lo que determina que tras un ataque especulativo exitoso a menudo se produzcan crisis financieras y bancarias e incumplimientos en el pago de la deuda (Flood y Marion, 1999 y Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Tercero, la carga de lograr el tipo de cambio apropiado recae enteramente en el nivel de los precios internos, lo cual resulta particularmente costoso en términos del producto cuando los precios son rígidos, ya que entonces lo que debe ajustarse primero es el producto.

Aunque en el pasado los tipos de cambio fijos pero ajustables han gozado de mucha aceptación, hoy parece haber consenso en cuanto a que los regímenes de paridades ajustables pueden ser perjudiciales para las economías abiertas sujetas a flujos internacionales de capital (véase, por ejemplo, Fischer, 2001). El hecho de que sean ajustables torna a esos esquemas más vulnerables a ataques especulativos porque, según muchos sostienen, no indican un grado de compromiso tan firme como el que sí reflejan los tipos de cambio fijos. Alrededor de la mitad de los países que desde 1991 han mantenido un tipo de cambio fijo pero ajustable por un período prolongado —es decir, de cinco años o más— se vieron obligados a abandonarlo luego de una crisis cambiaria⁷. La mayoría de los países que antes solían tener tipos de cambio fijos pero ajustables han abandonado completamente su moneda nacional estableciendo tipos de cambio fijos (actualmente solo siete países —cuya población supera los dos millones de habitantes— tienen un régimen de caja de conversión)⁸ o bien han pasado a un régimen de metas de inflación combinado con un tipo de cambio flotante. Como se expresa en el texto principal, en términos generales la evolución reciente de la inflación en los países que mantienen una paridad cambiaria rígida es satisfactoria, aunque no tan favorable como en aquellos que han optado por pasar a un régimen de metas de inflación. Asimismo, el costo de los fracasos de la política macroeconómica es mucho mayor, como lo demuestra la experiencia reciente de Argentina.

⁷De los demás países con tipos de cambio fijos pero ajustables, alrededor de la mitad son pequeñas economías dependientes del turismo y principados muy dependientes, todos ellos con una población de menos de dos millones de habitantes.

⁸Se ha considerado una clasificación “de facto”, basada en la metodología de Obstfeld y Rogoff (1995). Conforme a ese criterio, los países que aún tienen un régimen de caja de conversión o utilizan otra moneda de curso legal son Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Ecuador, El Salvador, Lituania, Panamá y la RAE de Hong Kong.

METAS DE INFLACIÓN: EVALUACIÓN DE SUS

se elevan para aproximar la inflación nuevamente a la meta¹¹.
Los críticos del sistema, sin embargo, han argumentado que las metas de inflación tienen importantes desventajas.

- *El régimen de metas de inflación deja muy poco margen para las medidas discrecionales y por ello limita innecesariamente el crecimiento.* Dado que el éxito del sistema de metas de inflación se basa en establecer un equilibrio de reputación entre el banco central y los agentes que operan en la economía interna, las metas de inflación pueden funcionar de manera eficaz solo si el banco central actúa en forma congruente y convincente para lograr la meta fijada. En otras palabras, para que el régimen funcione bien, el banco central debe demostrar su compromiso de mantener un nivel bajo y estable de inflación mediante acciones tangibles. En las etapas iniciales del régimen, para demostrar tal compromiso quizá se requiera una respuesta firme ante las presiones inflacionarias, que podría llegar a provocar una reducción transitoria del producto. En términos más generales, las metas de inflación reducen inadecuadamente el margen para tomar medidas discrecionales, ya que imponen el compromiso previo de alcanzar una cifra inflacionaria determinada y de hacer retornar la inflación al nivel fijado como meta dentro un horizonte temporal determinado¹². Al obligar al país a alcanzar la meta de manera tan restrictiva, este régimen puede limitar innecesariamente el crecimiento¹³.
- *Las metas de inflación no pueden anclar las expectativas porque dejan demasiado margen para las medidas discrecionales.* Contrariamente a lo que opinan aquellos para quienes el régimen de metas de inflación puede resultar demasiado restrictivo, algunos argumentan que ese sistema no confiere credibilidad a los países

que carecen de ella porque ofrece un n excesivo de discrecionalidad en cuanto modo y al momento de ajustar la inflación según la meta fijada y porque a su vez las metas pueden ser modificadas¹⁴.

- *El establecimiento de metas de inflación con una alta volatilidad cambiaria.* A menudo cree que, como en un régimen de meta inflación la estabilidad de precios se le categoría de objetivo primario del banco central, aplicar ese régimen exige una cierta tención del tipo de cambio. De ser ello podría acarrear consecuencias negativas: la volatilidad cambiaria y el crecimiento
- *Un régimen de metas de inflación no es viable si no satisfagan una serie de rigurosas "condiciones previas",* lo cual lo torna inadecuado para mayoría de las economías de mercados emergentes. Entre las condiciones previas que considerarse esenciales se cuentan, por ejemplo la capacidad técnica del banco central para complementar el sistema, la ausencia de déficit fiscal, un sólido mercado financiero y un institucional eficiente para sustentar y mantener un compromiso de mantener baja la inflación

Metas de inflación: Evaluación de sus efectos

Los estudios empíricos realizados hasta momento se han concentrado principalmente en la experiencia registrada en las economías industriales, porque estos países, muchos de los cuales adoptaron un sistema de metas de inflación a comienzos de la década de 1990, han acumulado un historial suficientemente prolongado que permite evaluar el impacto económico de la política¹⁵. En esos estudios se vincula el uso de un sistema con una mejora en el desempeño económico, si bien la evidencia resulta por lo general

¹¹La experiencia de Sudáfrica a fines de 2002 constituye uno de tales casos.

¹²El horizonte en el cual los bancos centrales que aplican este régimen procuran estabilizar la inflación según la meta fijada no siempre está especificado y varía entre un país y otro. Véase en Batini y Nelson (2001) un análisis de los límites óptimos en un marco de metas de inflación.

¹³Véanse, entre otros, Rivlin (2002) y Blanchard (2003).

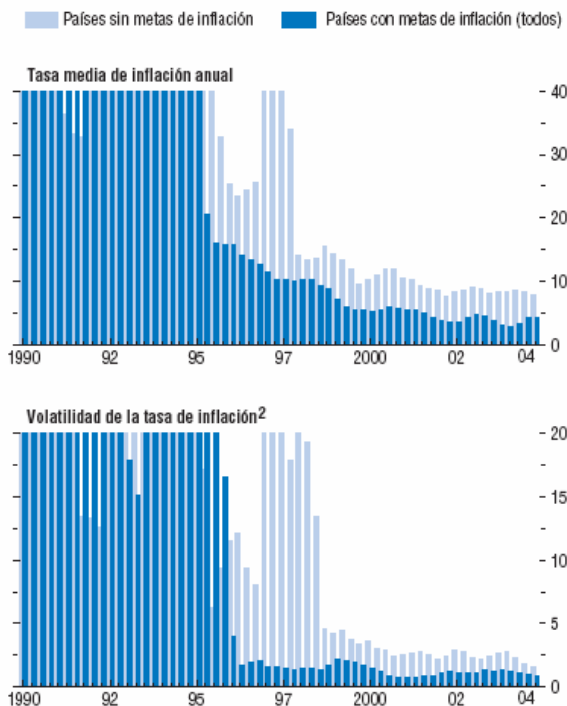
¹⁴Véanse, por ejemplo, Rich (2000, 2001), Genberg (2001) y Kumhof (2002).

¹⁵Véanse, por ejemplo, Ball y Sheridan (2003), Levin, Natalucci y Piger (2004), Truman (2003) y Hyvonen (2004), en

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Gráfico 4.1. Inflación, 1990–2004¹
(Porcentaje)

La inflación media ha disminuido en los últimos 15 años tanto en los países que fijan metas de inflación como en los que no lo hacen, pero aún más en los que hoy aplican ese régimen.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio regional de los países de mercados emergentes y de ciertos países en desarrollo; no se muestran las tasas medias de inflación superiores al 40% y la volatilidad superior al 20% para ilustrar más claramente las diferencias más pequeñas de la inflación media en el pasado reciente.
² Desviación estándar móvil de la inflación tomando periodos de un año.

Cuadro 4.2. Inflación observada en relación con la

	Desviación estándar respecto de la meta (REMC) (puntos porcentuales) ¹	Frecuencia desviación (porcent)	
		Total	Por debajo
Todos los países	1,8	43,5	24,2
Metas de inflación estables	1,3	32,2	21,7
Metas de desinflación	2,2	59,7	27,7
Países industriales	1,3	34,8	22,5
Países de mercados emergentes	2,3	52,2	25,9

Fuente: Roger y Stone (2005).

¹Inflación observada en relación con la meta o con el centro del meta. Promedios de igual ponderación de las estadísticas correspondientes a cada país del grupo respectivo. Las estadísticas de cada país basan en las diferencias mensuales (trimestrales en el caso de Australia y Nueva Zelanda) entre las tasas de inflación de 12 meses y el centro rango-meta.

²Inflación observada en relación con los extremos del rango-meta.

insuficiente para determinar la significación estadística de tales mejoras. En ninguno de los estudios, no obstante, se observa que el desempeño económico se haya deteriorado al aplicarse un régimen de metas de inflación.

La falta de datos sólidos basados en la experiencia de los países industriales puede obedecer a varios factores. Primero, hay solo siete u ocho países que fijan metas de inflación a los cuales observar y un conjunto limitado de países que no lo hacen con los cuales comparar a los primeros. Segundo, tanto los países que aplican el régimen como aquellos que no lo hacen mejoraron su desempeño macroeconómico durante los años noventa debido a una variada serie de factores, entre otros, mejores políticas económicas (por ejemplo, el desempeño de los países sin metas de inflación mejoró en ciertos planos a raíz de su preparación para ingresar en la Unión Económica y Monetaria europea (UEM)). Por último, el hecho de que la mayoría de los países industriales entraran en la década de 1990 con un nivel de inflación relativamente bajo y estable hace más difícil discernir si la aplicación de metas de inflación generó alguna mejora incremental.

En muchos sentidos, la experiencia de los mercados emergentes ofrece un conjunto más rico de datos para evaluar los efectos de las metas de inflación que la observada en los países

METAS DE INFLACIÓN: EVALUACIÓN DE SUS EFECTOS

industriales. El lapso cubierto es breve —abarca entre tres y siete años— pero la muestra de los países que aplican el régimen analizado y de otros con los cuales es posible compararlos es considerablemente mayor. Asimismo, el hecho de que muchos países de mercados emergentes que aplican este régimen experimentaran niveles de inflación y de volatilidad macroeconómica relativamente altos antes de su adopción permite establecer más fácilmente qué efectos produjo la fijación de metas de inflación. Algo quizás aún más crucial es que, a partir de la experiencia de los mercados emergentes, es posible determinar cómo funcionan las metas de inflación en períodos de turbulencia económica. Si bien el contexto mundial en materia de inflación y de evolución de los mercados financieros ha sido relativamente favorable en los últimos años, una serie de países de mercados emergentes que utilizan metas de inflación han atravesado períodos de tensiones considerables durante la vigencia del régimen (por ejemplo, Brasil y otros países latinoamericanos a comienzos de la década de 2000, Sudáfrica a fines de 2002, y Hungría y Polonia en los años transcurridos desde 2000).

A los fines del análisis que sigue, se observaron 13 países de mercados emergentes que fijan metas de inflación (véase el cuadro 4.1)¹⁶. Se los comparó con los restantes 22 mercados emergentes incluidos en el índice EMBI de bonos de mercados emergentes compilado por J.P. Morgan, más otros siete países mayormente clasificados de manera similar¹⁷.

Es útil examinar primero cómo ha evolucionado la inflación durante los últimos 15 años en los países que fijan metas de inflación y en los que no lo hacen (gráfico 4.1). En ambos grupos de países, la inflación fue bastante alta desde principios de los años noventa hasta mediados de esa década, pero a partir de 1997 resultó algo más alta en los países sin metas de inflación, los cuales, como grupo, ya

en 1995 habían emprendido un proceso de desinflación¹⁸. La inflación cayó tanto en los países que establecen metas de inflación como en los que no lo hacen, pero incluso ya comenzado el año 2004 se observaba aún una considerable “cuña” de aproximadamente 3½ puntos porcentuales. Esa diferencia refleja el éxito que logró la mayoría de los países con un régimen de metas en cuanto a mantener la inflación real, en promedio, cercana a la meta fijada, aunque se han registrado desvíos, particularmente en el caso de los países que emprendieron un proceso de desinflación, en los cuales esos desvíos tendieron a ser mayores y más frecuentes que en los países que adoptan metas estables de inflación (cuadro 4.2 y Roger y Stone, 2005).

Para un análisis más detallado, se considera a continuación el desempeño económico de los países que fijan metas de inflación antes y después de la adopción de ese régimen en relación con el que registraron los demás países que no establecieron ese régimen. Se plantea entonces la necesidad de determinar qué momento utilizar como “fecha de corte” en el caso de los países que no aplican el régimen. Aunque ningún método de división de la muestra es perfecto, se sigue aquí el criterio de Ball y Sheridan (2003), que consiste en usar la fecha media de adopción del régimen en el caso de los países que lo aplican (T4 1999), cuando en la práctica las fechas van desde T2 1997 a T1 2002. También se consideran otros criterios de división con los cuales, según se señala más adelante, se obtienen resultados muy similares.

Como se muestra en el primer panel del gráfico 4.2, el nivel y la volatilidad de la inflación antes de la adopción del régimen de metas son, en el caso de muchos países que conforman la muestra, bastante altos y variables (gráfico 4.2). La convergencia hacia una tasa de inflación baja y estable tras la adopción del régimen es llamativa: en 2004 todos los países se agruparon en el rango de 1% a 7%, observándose una desviación

¹⁶Aparte de Israel y la República Checa, todos estos países están incluidos en el índice EMBI de J.P. Morgan.

¹⁷Esos países son Botswana, Costa Rica, Ghana, Guatemala, India, Jordania y Tanzania. Asimismo, se ensayó excluir estos siete países del grupo de control.

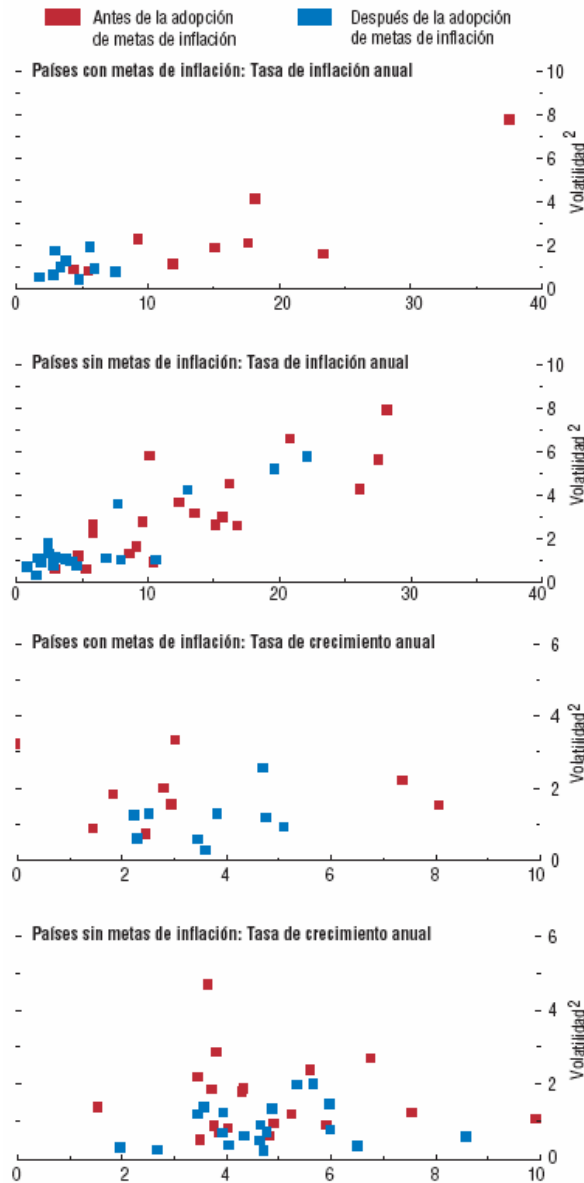
¹⁸La hipótesis propuesta por Ball y Sheridan (2003), en el sentido de que los países que optaron por fijar metas de inflación fueron aquellos que experimentaban un aumento transitorio de la inflación, no es coherente, en términos generales, con los datos observados cuando la muestra de países se amplía a los mercados emergentes.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Gráfico 4.2. Inflación y crecimiento¹

(1985-2004; porcentaje y promedio en el eje de la x)

Durante los últimos 15 años, se registra una convergencia más marcada hacia niveles bajos y estables de inflación en los países que aplican un régimen de metas que en los que no lo hacen. Se ha registrado también un crecimiento mayor y más homogéneo en los países que fijan metas de inflación.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; base de datos analíticos de la OCDE, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio regional de los países de mercados emergentes y de ciertos países en desarrollo, con una inflación media previa a la adopción del régimen inferior a 40%.

² Desviación estándar móvil de la inflación tomando períodos de un año.

Cuadro 4.3. Datos de referencia

Variables	Variable ficticia de meta de inflación
Inflación del IPC	-4,820**
Volatilidad de la inflación del IPC	-3,638**
Volatilidad del crecimiento del producto real	-0,633
Volatilidad de la brecha del producto	-0,010**

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los asteriscos indican significación estadística al nivel de 10% (*), 5% (**) y 1% (***)

estándar máxima de 2%. Los países que no aplican el régimen de metas de inflación también mostraron una mejora en ambos planos y muchos lograron estabilizar su inflación en niveles bajos, pero, como grupo, exhiben una convergencia menos marcada que los que sí fijan tales metas y muchos de ellos continuaron experimentando niveles de inflación relativamente altos y volátiles. Respecto del crecimiento y la volatilidad del producto real, el patrón resulta menos claro: si no se consideran uno o dos valores extremos, la volatilidad del producto es en general menor en el período "posterior" en ambos grupos, registrándose escasa variación en las tasas medias de crecimiento.

Un análisis estadístico más formal, según el criterio de Ball y Sheridan (2003), arroja resultados muy similares (véase una descripción detallada de este análisis en el apéndice 4.1). El análisis basa en la premisa de que algún indicador del desempeño macroeconómico — X — depende de su propia evolución pasada y en parte de algún valor medio de la variable en cuestión. En el caso de la tasa de inflación de los países que aplican un sistema de metas, ese valor medio corresponde, naturalmente, a la meta de inflación, mientras que en el caso de los otros países sería sencillamente el nivel "normal" al cual retorna la inflación observada.

Los resultados confirman la estadística descriptiva y la impresión visual de la representación gráfica del conjunto de datos: el régimen de metas lleva aparejada una reducción significativa de la inflación media de 4,8 puntos porcentuales y una disminución de su desviación estándar de 3,6 puntos porcentuales en relación con otras estrate

METAS DE INFLACIÓN: EVALUACIÓN DE SUS EFECTOS

Cuadro 4.4. Pruebas de robustez del modelo básico: Diferentes clasificaciones

Variables	Banco Mundial: Clasificación por ingreso		Banco Mundial: Clasificación por endeudamiento externo	Mercados emergentes	Clasificación del índice EMBI
	Ningún país de bajo ingreso	Ningún país de ingreso mediano bajo	Ningún país muy endeudado		
	<i>Variable ficticia de metas de inflación</i>				
Inflación del IPC	-5,025**	-9,406*	-3,820**	-4,972**	-4,653**
Volatilidad de la inflación del IPC	-4,138**	-4,209	-1,842	-4,828**	-3,959**
Volatilidad del crecimiento del producto real	-0,898	-3,128*	-0,435	-1,235	-0,937
Volatilidad de la brecha del producto	-0,012**	-0,024**	-0,009	-0,014**	-0,012**

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; J.P. Morgan, Chase & Co.; fuentes nacionales; Banco Mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los asteriscos indican significación estadística al nivel de 10% (*), 5% (**) y 1% (***)

gias (cuadro 4.3)¹⁹. La desviación estándar del producto es también levemente inferior en el caso de los países que aplican el régimen de metas, y la diferencia respecto del grupo de comparación de países sin ese tipo de régimen es estadísticamente significativa al nivel de 5%. Por lo tanto, no hay evidencia que indique que los países que fijan metas de inflación alcancen sus objetivos a costa de la estabilización del producto real²⁰.

Se analiza luego en qué medida los resultados son sensibles a: 1) la forma en que se dividió la muestra en los períodos “previo” y “posterior”, 2) la exclusión de los países que registraron una alta tasa de inflación durante el período “previo”, 3) la exclusión de los países de “bajo ingreso” o bien de estos y de aquellos otros que no se ubican en el nivel de “ingreso mediano alto” según la clasificación por ingreso que hace el Banco Mundial, 4) la exclusión de los siete países que no aplican un régimen de metas y que no están incluidos en

el índice EMBI elaborado por J.P. Morgan, 5) la exclusión de los países muy endeudados según la clasificación del endeudamiento externo de los países que hace el Banco Mundial, 6) la exclusión de los países que tenían un tipo de cambio fijo en el período “posterior” y, por último, 7) diferentes grados de disciplina fiscal entre los países. (En el apéndice 4.1 se describen los controles y otros esquemas de división de la muestra y se presentan todos los resultados correspondientes.)

Ninguna de esas modificaciones altera significativamente los resultados básicos antes mencionados. Tal como se muestra en los cuadros 4.4 y 4.5, el régimen de metas de inflación sigue estando vinculado con una reducción mayor estadísticamente significativa del nivel y la desviación estándar de la inflación en relación con otros regímenes, observándose un efecto escaso o nulo sobre la volatilidad del producto²¹. Los principales resultados del análisis, en consecuencia, parecen ser bastante robustos,

¹⁹Esta observación no concuerda con los argumentos expuestos en Kumhof (2002), Genberg (2001) y Rich (2000), entre otros, en el sentido de que el régimen de metas de inflación es demasiado laxo o demasiado discrecional para permitir que los bancos centrales realmente reduzcan la inflación en forma permanente.

²⁰Este resultado parece indicar que las inquietudes planteadas en Friedman (2002), Baltensperger, Fischer y Jordan (2002), Meyer (2002), Rivlin (2002) y Blanchard (2003), entre otros, en cuanto a que el sistema de metas de inflación es demasiado rígido y limita inadecuadamente la discrecionalidad a costa de la tasa de crecimiento económico o su variabilidad pueden ser injustificadas, al menos en el caso de los mercados emergentes.

²¹Las ventajas del sistema de metas de inflación en relación con otras estrategias son robustas, independientemente de los controles utilizados. No obstante, los países con un nivel inicial de inflación superior al 40% muestran una reducción relativamente menor de la inflación y de su volatilidad entre los períodos previo y posterior a la adopción del régimen. Se observa además que cuando se excluyen los países muy endeudados, el régimen de metas de inflación igualmente trae aparejadas mejoras macroeconómicas estadísticamente significativas en relación con los casos en que no se lo aplica, aunque la reducción de la volatilidad de la inflación y de la volatilidad de la brecha del producto ya no resulta estadísticamente significativa.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Cuadro 4.5. Pruebas de robustez del modelo básico por fecha y variables de control

Variables	Diferentes fechas			Variables de control				Régimen de tipo de cambio fijo
	Fecha de inicio: 1990	Fechas reales en países sin metas de inflación; Fecha de inicio: 1985	Periodos 1994-96 frente a 2002-04	Disciplina fiscal		Inflación		
				Deuda/PIB (previo) ¹	Deuda/PIB (variación) ^{2,3}	Inflación previa >40% ⁴	Inflación previa >100% ⁵	
	<i>Variable ficticia de metas de inflación</i>			<i>Variable ficticia de metas de inflación/variables de control</i>				
Inflación del IPC	-4,818**	-6,519***	-4,520***	-5,254***	-5,910**	-4,411**/10,036**	-4,758**	-5,829**
Volatilidad de la inflación del IPC	-3,636**	-4,159***	-2,358**	-3,461**	-4,084**	-3,498**/7,695**	-3,631**	-3,835**
Volatilidad del crecimiento del producto real	-0,653	-1,221	-1,030	-0,595	-0,868	-0,649/2,650**	-0,633	-0,751
Volatilidad de la brecha del producto	-0,009**	-0,013**	-0,010*	-0,010**	-0,011**	-0,011**/0,015**	-0,010**	-0,013**

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, fuentes nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los asteriscos indican significación estadística al nivel de 10% (*), 5% (**) y 1% (***). No figuran las variables de control cuando no son significativas.

¹Deuda como porcentaje del PIB antes de la adopción del régimen de metas de inflación.

²Diferencia de la deuda como porcentaje del PIB entre los últimos datos disponibles y los anteriores a la adopción del régimen.

³Se excluye a Argentina y China de la muestra porque los cambios fiscales en estos países fueron muchas veces mayores que el promedio de los países sin metas de inflación y, por lo tanto, generaban un sesgo en los resultados (por el cual, al incluirlos, se mostraba que ante una mejora de la situación fiscal empeoraban las expectativas inflacionarias).

⁴Inflación media del período antes de la adopción del régimen superior al 40%.

⁵Inflación media del período antes de la adopción del régimen superior al 100%.

aun cuando se considere la mejora del desempeño fiscal en el período posterior a la adopción del régimen. Es interesante destacar que con el régimen de metas de inflación parece obtenerse mejores resultados que con los tipos de cambio fijos, aun cuando solo se consideren los casos exitosos de este régimen cambiario a los fines de la comparación.

El resultado que indica que el régimen de metas mejora la evolución de la inflación más que otros mecanismos es en cierto sentido un hecho esperable, ya que el control de la inflación es, después de todo, el objetivo primordial del banco central a mediano plazo. Es interesante preguntarse cómo se compara el desempeño respecto de otros planos no directamente relacionados con la inflación en sí misma, tales como las expectativas inflacionarias determinadas mediante encuestas, su volatilidad, la volatilidad del tipo de cambio nominal, la volatilidad de las reservas internacionales y la volatilidad de las tasas de interés reales. Por último, se controló el desempeño en un marco de metas de inflación respecto de una variable

representativa de la probabilidad de crisis cambiarias, utilizándose para ello el índice de "presión sobre el mercado cambiario" basado en el trabajo pionero de Girton y Roper (1977) y desarrollado por Eichengreen, Rose y Wyplosz (1994, 1995).

Dentro del mismo marco estadístico antes utilizado, el régimen de metas de inflación lleva a una reducción del nivel y la volatilidad de las expectativas inflacionarias, además de la inflación en sí misma (cuadro 4.6). Se confirma así la noción de que este régimen presenta una ventaja frente a otros regímenes en cuanto a anclar las expectativas y generar credibilidad de un modo más permanente, aun cuando en los mercados emergentes se incumplan las metas de inflación en mayor medida y con mayor frecuencia que en los países industriales. En la muestra utilizada, la posición fiscal antes de adoptarse el régimen o la ausencia de mejoras fiscales con posterioridad a ello no parece afectar la capacidad del sistema de determinar un nivel más bajo o más estable de la inflación —o de las expectativas inflacionarias— en comparación con otras estrategias²². La volatilidad

²²En un estudio de eventos de Celasu, Gelas y Prati (2004), realizado sobre muestras temporales de fecha anterior a la adopción del régimen de metas de inflación, se observó que las mejoras fiscales pueden haber contribuido a reducir las expectativas inflacionarias en algunos países de mercados emergentes.

METAS DE INFLACIÓN: EVALUACIÓN DE SUS EFECTOS

Cuadro 4.6. Pruebas de robustez del modelo básico: Otros indicadores de desempeño

Variables	Fecha de inicio		Fechas reales en países sin metas de inflación; fecha de inicio: 1985	Períodos 1994-96 frente a 2002-04	Disciplina fiscal		Inflación		Régimen del tipo de cambio fijo
	1985	1990			Deuda/PIB (previo) ¹	Deuda/PIB (variación) ^{2,3}	Inflación previa >40% ⁴	Inflación previa >100% ⁵	
	<i>Variable ficticia de metas de inflación</i>			<i>Variable ficticia de metas de inflación/variables de control</i>					
Pronóstico de π a cinco años ⁶	-2,672**	-2,672**	-3,016**	-2,197	-2,906**	-2,901**	-2,578**	-2,726**	-1,721
Volatilidad del pronóstico de π a cinco años	-2,076**	-2,076**	-1,330**	-1,717**	-1,840*	-1,755**	-1,765**	-2,103**	-1,491**
Pronóstico de π a 6-10 años	-2,185**	-2,185**	-2,558**	-2,184	-2,203*	-2,404*	-2,085**	-2,146*	-1,592*
Volatilidad del pronóstico de π a 6-10 años	-1,737***	-1,737***	-1,232**	-1,596**	-1,350**/ 0,018***	-1,548***	-1,645***	-1,704**	-1,675*
Índice de presión sobre el mercado cambiario	-0,340**	-0,327*	-0,330	-0,494*	-0,328**	-0,384**	-0,339**	-0,340*	-0,519***/ -0,433*
Volatilidad del tipo de cambio	-11,090*	-11,107**	-9,303	-3,654	-9,510**	-7,958*	-9,721*	-11,927*	-13,240**
Volatilidad de las reservas	-16,333***	-16,384***	-21,945***	-14,770**	-15,458**	-20,886***/ 0,186**	-16,072***	-16,328***	-20,109***
Volatilidad de la tasa de interés real	-5,025***	-5,025**	-4,695***	-3,020**	-4,985**	-6,186**	-5,129**/ 8,790**	-5,019**	-5,817**

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los asteriscos indican significación estadística al nivel de 10% (*), 5% (**) y 1% (***). No figuran las variables de control cuando no son significativas.

¹Deuda como porcentaje del PIB antes de la adopción del régimen de metas de inflación.

²Diferencia de la deuda como porcentaje del PIB entre los últimos datos disponibles y los anteriores a la adopción del régimen.

³Se excluye a Argentina y China de la muestra porque los cambios fiscales en estos países fueron muchas veces mayores que el promedio de los países sin metas de inflación y, por lo tanto, generaban un sesgo en los resultados (por el cual, al incluirlos, se mostraba que ante una mejora de la situación fiscal empeoraban las expectativas inflacionarias).

⁴Inflación media del período antes de la adopción del régimen superior al 40%.

⁵Inflación media del período antes de la adopción del régimen superior al 100%.

⁶ π se refiere a la inflación del IPC.

del tipo de cambio nominal es menor, con respecto a la observada en los países que no fijan metas de inflación, como también lo es la desviación estándar de la tasa de interés real y la volatilidad de las reservas internacionales²³. Un hecho interesante es que, según indican los datos observados, en el nivel de 5% la aplicación del régimen coincide con una menor probabilidad de crisis, quizá debido en parte a la mayor flexibilidad de jure —si no de facto— del régimen cambiario.

Las conclusiones de este análisis están sujetas a dos salvedades importantes. En primer lugar, aunque el éxito que hasta el momento ha alcanzado

el régimen de metas de inflación en los mercados emergentes es alentador, el tiempo transcurrido desde que estos lo adoptaron ha sido breve. Por ello es difícil extraer conclusiones definitivas sobre sus efectos. No obstante, las similitudes observadas en el comportamiento de las expectativas de inflación en los países de mercados emergentes e industriales que han empleado ese sistema durante un lapso de tiempo comparable luego de su adopción son un signo prometedor acerca de lo que puede depararles el futuro a los países de mercados emergentes donde se aplique este régimen (véase el recuadro 4.2).

²³La volatilidad del tipo de cambio en los países donde rige el sistema de metas de inflación sigue siendo menor que la de los países que no lo aplican aun cuando se elimine a los países con metas cambiarias del grupo de control de países que no fijan metas de inflación.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Recuadro 4.2. Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad

Todos los países que han adoptado un régimen de metas inflacionarias han pasado por situaciones de alta inflación, y la adopción de ese régimen se consideró como un paso importante para anclar las expectativas inflacionarias en forma más duradera una vez establecido un historial positivo. De hecho, cuando un régimen de metas de inflación gana credibilidad, cabe esperar que los indicadores de las expectativas inflacionarias a largo plazo se acerquen más a las metas previstas y que la prima de inflación incorporada en el rendimiento de los bonos a largo plazo sea menos sensible a la influencia de la información económica sobre la evolución de la inflación en el corto plazo. ¿Cuál ha sido entonces la experiencia registrada hasta ahora en los países que aplican este sistema y cómo se compara con lo sucedido en los países que no lo aplican? En este recuadro se pasa revista a cierta evidencia empírica basada en la experiencia de las economías avanzadas y luego se extiende parte de este análisis a un grupo de economías de mercados emergentes.

Según datos recientes incluidos en el estudio de Levin, Natalucci y Piger (2004), se ha logrado anclar mejor las expectativas inflacionarias a largo plazo en aquellos países que aplican un régimen de metas de inflación fijando como objetivo un valor puntual bien definido y que han demostrado ser capaces de lograr resultados. Con base en datos aportados por Consensus Economics sobre pronósticos consensuados de inflación, en Levin, Natalucci y Piger se muestra que las expectativas de inflación a largo plazo (entre 6 y 10 años hacia el futuro) respecto de un grupo de cinco países que fijan metas de inflación (Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y el Reino Unido) se han desvinculado de la inflación efectivamente observada, mientras que existen datos que indican que en Estados Unidos y en la zona del euro esas expectativas siguen respondiendo a la inflación observada.

Nota: Los autores principales de este recuadro son Manuela Goretti y Douglas Laxton.

Son similares las conclusiones del estudio de Gürkaynak, Sack y Swanson (2005), en el cual se sostiene que en Estados Unidos la curva de rendimiento a futuro presenta una volatilidad “excesiva” porque la Reserva Federal no tiene un objetivo de inflación expresado en términos numéricos que contribuya a fijar las expectativas inflacionarias a largo plazo. En particular, en el citado estudio se muestra que en ese país el rendimiento a futuro en el largo plazo responde “excesivamente” a la información económica, como las decisiones imprevistas de la Reserva Federal con respecto a la tasa de los fondos federales, interpretadas por los participantes del mercado como una señal de los objetivos de ese organismo en materia de inflación a largo plazo. Al contrastarse los resultados con los correspondientes a un país que fije metas de inflación, en el estudio mencionado se muestra que en el Reino Unido no existe tal sensibilidad “excesiva” de las expectativas inflacionarias a largo plazo tras el cambio de régimen que tuvo lugar en mayo de 1997, por el cual se especificó una meta puntual de 2,5 puntos porcentuales para la inflación y se otorgó independencia instrumental al Banco de Inglaterra¹. De hecho, tras los cambios introducidos en el marco de política monetaria de ese país en mayo de 1997, se produjo una espectacular disminución de las expectativas de inflación a largo plazo (véase el gráfico). La prima de inflación de los bonos a largo plazo se acercó al nivel de la meta en un lapso de pocos meses y desde entonces se ha mantenido una diferencia de un punto porcentual entre ambos valores. Esta situación contrasta marcadamente con el período anterior a mayo de 1997, en el que las expectativas inflacionarias a largo plazo se mantuvieron sistemá-

¹La meta puntual fue modificada en enero de 2004 y se expresa actualmente en términos del índice armonizado de precios al consumo (IAPC), que se fijó en 2%. El Banco de Inglaterra informó en ese momento que este valor sería coherente con una meta de 2,8% expresada en términos del índice de precios al por menor (RPI, por sus siglas en inglés), que es el índice utilizado en el caso de los bonos indexados.

METAS DE INFLACIÓN: EVALUACIÓN DE SUS EFECTOS

Reino Unido: Expectativas de inflación del índice de precios al por menor: proyección de 10 años¹
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Inglaterra.

¹La definición y magnitud de la meta se modificó en enero de 2004. Actualmente está fijada en 2,0% y se expresa en términos de la variación porcentual interanual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC). Este valor es coherente con una estimación de 2,8% para el índice de precios al por menor (RPI, por sus siglas en inglés), que es la definición utilizada en el caso de los bonos indexados.

ticamente por encima tanto del rango-meta como de la inflación efectivamente observada.

La experiencia del Reino Unido demuestra cómo un cambio significativo de los factores fundamentales —independencia del banco central y una meta puntual claramente definida— puede contribuir de manera importante y duradera a anclar las expectativas de inflación. La experiencia de otros países avanzados que fijan metas de inflación, y que contaban con metas puntuales claramente definidas e independencia del banco central en el momento de anunciarse la vigencia de ese régimen, muestra que las expectativas inflacionarias a largo plazo se anclaron más lentamente en los primeros en adoptar el régimen (Canadá, Nueva Zelanda y Suecia)

Desviación estándar de las revisiones de los pronósticos de inflación a largo plazo
(Muestra T3 2003–T2 2005)

	Con metas de inflación	Sin metas de inflación
Todos los mercados emergentes	0,33	2,19
Europa oriental	0,38	1,09
Asia	0,27	0,59
América Latina	0,34	4,88

Fuente: Consensus Economics.

que en aquellos que lo hicieron más tarde (Australia, Noruega y Suiza). Esto puede deberse a dos razones. Primero, a medida que se gana experiencia en el uso del régimen y este se torna más comprensible para el público y los participantes del mercado de bonos, puede que lleve menos tiempo establecer el historial necesario y lograr que la meta de inflación se convierta en el elemento central de las expectativas inflacionarias a largo plazo. Segundo, puede que se requiera un lapso más breve cuando el país ya ha establecido un historial razonable de bajas tasas de inflación antes de anunciar la adopción de un régimen de metas (por ejemplo, Suiza).

¿Qué indica la evidencia disponible en el caso de los países menos avanzados y cómo se comparan los países que fijan metas de inflación respecto de los demás? Dado que habitualmente no hay indicadores de las expectativas inflacionarias a largo plazo derivados de los mercados de bonos, se sigue aquí el criterio de Levin, Natalucci y Piger y se examinan los datos sobre pronósticos de inflación a largo plazo (en una proyección de 6 a 10 años) suministrados por Consensus Economics, referidos a diez países que aplican un régimen de metas de inflación y a nueve que no lo hacen². Primero, las revisiones de los pronósticos de inflación a largo plazo

²Los países que fijan metas de inflación comprendidos en los estudios realizados por Consensus Economics son Brasil, Chile, Colombia, Corea, Hungría, México, Perú, Polonia, la República Checa y Tailandia, mientras que aquellos que no lo hacen son Argentina, China, India, Indonesia, Malasia, Rusia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Recuadro 4.2 (conclusión)

Estimación por regresión de datos agrupados de los efectos de la inflación en la revisión de los pronósticos de inflación a largo plazo
(Muestra T3 2003–T2 2005)

	Con metas de inflación	Sin metas de inflación
Inflación interanual	0,03 ($t = 0,89$)	0,25 ($t = 3,48$)
Inflación tendencial	0,04 ($t = 0,55$)	0,01 ($t = 0,13$)

Fuentes: Consensus Economics y FMI, *International Financial Statistics*.

Nota: Metodología de estimación basada en Levin, Natalucci y Piger (2004). Estimaciones obtenidas de STATA con errores estándar robustos.

(6 a 10 años) son mucho menores en los países que aplican metas de inflación que en los restantes, observación que es válida tanto si se analiza la muestra de países en su conjunto como si se la desagrega por regiones (véase el primer cuadro). Segundo, con excepción de Colombia, las expectativas de inflación se han ubicado dentro de las bandas anunciadas para cada país desde el segundo trimestre de 2002, y desde entonces han pasado a estar más estrechamente ancladas en el punto medio de las bandas o rangos fijados como meta³ Tercero, respecto de los últimos dos años no hay datos que indiquen que las revisiones de las expectativas inflacionarias a largo plazo correspondientes al grupo en su conjunto hayan respondido a variaciones ya sea de la inflación efectiva o del promedio móvil de tres años utilizado en Levin, Natalucci y Piger como indicador de la inflación tendencial (véase el segundo cuadro). En cambio, en el caso de la muestra de nueve países de mercados emergentes estudiados por Consensus Economics que no aplican un sistema de metas de inflación, las revisiones de las expectativas inflacionarias a largo plazo presentan una correlación alta y significativa con la información referida a la evolución reciente de la inflación. De hecho, a diferen-

³ Los datos sobre las expectativas de inflación derivados de bonos tradicionales o indexados parecen indicar que las expectativas de inflación a largo plazo están más firmemente ancladas a la meta en Colombia de lo que sugieren los datos de la muestra.

cia de las conclusiones planteadas en Levin, Natalucci y Piger respecto de los países avanzados sin metas de inflación, según las cuales las revisiones de las expectativas inflacionarias a largo plazo dependen en grado significativo de un indicador de la inflación tendencial, estos resultados parecen indicar que las expectativas acerca de la inflación a largo plazo en los países menos avanzados que no fijan tales metas distan mucho de estar firmemente ancladas y dependen marcadamente de las revisiones que experimenta la inflación general observada⁴. Si bien la muestra es demasiado breve para extraer conclusiones sobre la experiencia particular de cada uno de los 10 países que aplican el régimen, o para establecer diferencias entre los que fijan como meta un valor puntual o un rango, es interesante señalar que estos datos correspondientes a las economías de mercados emergentes no contradicen la evidencia registrada en las economías avanzadas, lo cual parece indicar que en el curso del tiempo las expectativas de inflación a largo plazo pueden quedar mejor ancladas en los países que fijan metas de inflación que en los restantes.

⁴ Los resultados fundamentales son robustos cuando no se incluyen Argentina ni Venezuela en la muestra de países que no aplican metas de inflación. Sin embargo, en este caso las revisiones de las expectativas inflacionarias a largo plazo dependen significativamente de ambos indicadores de la inflación. Asimismo, cuando se elimina la inflación tendencial de la regresión correspondiente a los países que fijan metas de inflación, igualmente se confirma que la estimación del parámetro no resulta significativa respecto de la inflación efectivamente observada. Como se señaló anteriormente, las medidas sobre las expectativas de inflación en Colombia que se derivan de los rendimientos de los bonos tradicionales o indexados parecen indicar que las expectativas de inflación a largo plazo están ancladas a la meta, si bien existen diferencias importantes con respecto a las estimaciones derivadas de los datos de la muestra. Si se elimina a Colombia de la muestra de países con un régimen de metas de inflación se reduce tanto la magnitud como la significación de los parámetros sobre las variables de la inflación.

¿ES NECESARIO CUMPLIR CON CIERTAS “CONDICIONES PREVIAS”?

En segundo lugar, a falta de evidencia empírica en contrario, es difícil determinar definitivamente si el régimen de metas de inflación tiene un efecto “causal” en la generación de los beneficios observados. En muchos casos, la adopción de esta estrategia coincidió con la sanción de reformas significativas de la ley del banco central a principios de la década de 1990, que podría interpretarse como la manifestación de un cambio de preferencias hacia una inflación más baja. El hecho de que estos bancos *igualmente* sintieran la necesidad de instalar un nuevo marco monetario, no obstante, parece indicar que un cambio de actitud no resulta suficiente sin un marco que le permita al banco central concretar ese propósito.

¿Es necesario cumplir con ciertas “condiciones previas” antes de adoptar un régimen de metas de inflación?

Como se señaló anteriormente, una objeción de la que con frecuencia es objeto el régimen de metas de inflación es su costo en términos de los requisitos institucionales y técnicos que demanda su aplicación, hecho que lo torna inadecuado para algunas economías de mercados emergentes. La exposición más detallada de este punto puede encontrarse en el trabajo de Eichengreen *et al.* (1999), en el cual se sostiene que la mayoría de las economías de mercados emergentes —incluidas varias que posteriormente adoptaron el régimen de metas de inflación— adolecían de una seria carencia de capacidad técnica y de autonomía del banco central²⁴. Según este argumento, a esos países les convendría más ceñirse a un marco de políticas “convencionales”, como un tipo de cambio fijo o metas de crecimiento

monetario. Tales “condiciones previas” pueden agruparse en cuatro grandes categorías:

- *Independencia institucional.* El banco central debe poseer plena autonomía jurídica y estar libre de presiones fiscales o políticas que pudieran entrar en conflicto con el objetivo de inflación.
- *Una infraestructura técnica suficientemente desarrollada.* El banco central debe disponer de la capacidad necesaria para formular pronósticos y modelos de inflación y de los datos necesarios para ponerla en práctica.
- *Estructura económica.* Para un control eficaz de la inflación, los precios deben estar completamente desregulados, la economía no debe ser excesivamente sensible a los precios de los productos básicos y al tipo de cambio, y el grado de dolarización debe ser mínimo.
- *Un sistema financiero sólido.* A fin de minimizar posibles conflictos con los objetivos de estabilización financiera y garantizar una transmisión eficaz de la política monetaria, el sistema bancario debe ser sólido y los mercados de capital deben estar muy desarrollados.

A fin de evaluar la función de las “condiciones previas” para la adopción de un régimen de metas de inflación, se realizó una encuesta especial mediante un cuestionario que completaron 21 bancos centrales de países que utilizan ese régimen y otros 10 de países que no lo hacen²⁵. La versión de la encuesta entregada a los bancos centrales del primer grupo de países se centraba especialmente en el modo en que se formulaba, implementaba y comunicaba la política y en la forma en que diversos aspectos de las prácticas del banco central habían variado tanto durante la adopción del régimen de metas como con anterioridad²⁶. Las respuestas a la encuesta se

²⁴Otros estudios en los que se ha subrayado la relevancia conceptual de las “condiciones previas” son los de Agénor (2002), Stone y Zelmer (2000), Carare, Schaechter y Stone (2002), Kahn (2003) y la edición de mayo de 2001 de *Perspectivas de la economía mundial*. Otras opiniones más neutrales o favorables acerca de la relevancia conceptual de las “condiciones previas” pueden encontrarse, en cambio, en Truman (2003), Jonas y Mishkin (2005), Debelle (2001) y Amato y Gerlach (2002).

²⁵Estos países eran Botswana, Guatemala, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Rusia, Tanzania, Turquía y Uruguay.

²⁶La versión correspondiente a los países que no utilizaban el sistema de metas de inflación era similar en todos sus aspectos, pero se concentraba en los cambios anteriores y posteriores a la adopción del régimen monetario actual.



CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Cuadro 4.7. Pruebas de robustez del modelo básico: Condiciones previas y condiciones actuales
(1= Práctica óptima actual)

	Países con metas de inflación				Países sin metas de inflación	
	Mercados emergentes		Países industriales		Mercados emergentes	
	Antes de la adopción	Actuales	Antes de la adopción	Actuales	Antes de la adopción del régimen actual	Actuales
Infraestructura técnica	0,29	0,97	0,74	0,98	0,51	0,62
Disponibilidad de datos	0,63	0,92	0,84	0,94	0,65	0,70
Proceso sistemático de pronósticos	0,10	1,00	1,00	1,00	0,60	0,80
Modelos para pronósticos condicionados	0,13	1,00	0,38	1,00	0,28	0,35
Solidez del sistema financiero	0,41	0,48	0,53	0,60	0,40	0,49
Razón capital reglamentario/activos bancarios ponderados en función del riesgo	0,75	1,00	0,75	1,00	0,71	0,86
Capitalización del mercado bursátil/PIB	0,16	0,21	0,28	0,44	0,16	0,19
Capitalización del mercado de bonos privados/PIB	0,10	0,07	0,40	0,31	0,29	0,20
Coefficiente de rotación del mercado bursátil	0,29	0,22	0,28	0,35	0,37	0,45
Descalce de monedas	0,92	0,96	1,00	1,00	0,67	0,97
Plazo de vencimiento de bonos	0,23	0,43	0,46	0,52	0,18	0,29
Independencia institucional	0,59	0,72	0,56	0,78	0,49	0,64
Obligación fiscal	0,77	1,00	0,75	1,00	0,50	0,70
Independencia operativa	0,81	0,96	0,63	1,00	0,70	1,00
Mandato jurídico del banco central	0,50	0,62	0,16	0,44	0,40	0,55
Estabilidad en el cargo del gobernador del banco central	0,85	0,85	1,00	1,00	0,80	0,80
Saldo fiscal como porcentaje del PIB	0,48	0,47	0,45	0,78	0,38	0,42
Deuda pública como porcentaje del PIB	0,47	0,47	0,53	0,54	0,35	0,46
Independencia del banco central	0,26	0,64	0,44	0,72	0,32	0,55
Estructura económica	0,36	0,46	0,47	0,55	0,55	0,44
Transmisión del tipo de cambio	0,23	0,44	0,31	0,50	0,33	0,42
Sensibilidad a los precios de los productos básicos	0,35	0,42	0,44	0,56	0,67	0,55
Grado de dolarización	0,69	0,75	1,00	1,00	0,63	0,60
Apertura comercial	0,18	0,21	0,13	0,16	0,56	0,19

Fuentes: Arnone *et al.* (2005); FMI, *Global Financial Stability Report*; FMI, *International Financial Statistics*; fuentes nacionales; OCDE; Ramón Ballester y Wenzel (2004); Banco Mundial, Financial Structure and Economic Development Database, y cálculos del personal técnico del FMI.

verificaron utilizando información de fuentes independientes primarias y secundarias y en muchos casos se las complementó con datos económicos sólidos (véase el apéndice 4.1).

En términos generales, los datos de que se dispone indican que ningún país con metas de inflación cumplía con todas las “condiciones previas” antes de adoptar ese régimen, aunque —como era de esperar— entre los países que aplicaron dicho sistema las economías industria-

les se encontraban en general en mejores condiciones que los países de mercados emergentes, al menos en algún aspecto (cuadro 4.7).

- *Independencia institucional.* La mayoría de los bancos centrales gozaban al menos de independencia instrumental de jure en el momento de adoptarse el régimen²⁷. Sin embargo, las respuestas a la encuesta —corroboradas mediante consulta de la respectiva ley del banco central— indican que solo una quinta parte²⁸

²⁷La independencia instrumental, que otorga al banco central pleno control sobre la elección del instrumento de aplicación de la política, es sin duda el criterio más importante de independencia del banco central. La independencia de objetivos, o sea la posibilidad de que el banco central fije unilateralmente los objetivos macroeconómicos, es una condición poco frecuente, aun entre los bancos centrales de los países industriales, donde esos objetivos son generalmente determinados por el gobierno elegido o mediante consultas entre el banco y el gobierno. Véase Debelle y Fischer (1994).

²⁸Confirman este panorama general otros indicadores más amplios del grado de independencia del banco central, en particular los índices elaborados en Arnone *et al.* (2005), basados a su vez en los métodos de Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991).

¿ES NECESARIO CUMPLIR CON CIERTAS "CONDICIONES PREVIAS"?

de los países de mercados emergentes que aplican metas de inflación satisfacían otros indicadores clave²⁹ de independencia institucional en el momento de adoptar el régimen y, por lo tanto, pueden caracterizarse como casos en que se adoptó el sistema de metas en un contexto de gran autonomía jurídica³⁰. Por supuesto, es posible que aun las disposiciones legales destinadas a proteger al banco central de las presiones a favor de la monetización podrían verse superadas ante una situación de grave desequilibrio fiscal. Se desprende de los datos observados que la condición fiscal de los países con metas de inflación variaba ampliamente en el momento en que adoptaron el régimen. Filipinas e Israel, por ejemplo, presentaban un alto coeficiente de endeudamiento público en relación con su PIB y un importante déficit fiscal, mientras que Chile gozaba de una sólida situación fiscal. En cambio, entre los países que aplicaron el régimen de metas de inflación, los de mercados emergentes tendían a presentar niveles de deuda pública algo más elevados que los industriales.

- *Infraestructura técnica.* Las respuestas de los bancos centrales a la encuesta indican que la mayoría de los países industriales y de mercados emergentes que fijan metas de inflación tenían inicialmente escasa o nula capacidad de pronosticar la inflación y ningún modelo de formulación de pronósticos; y cuando se

disponía de un modelo de pequeña escala, la mayoría de los bancos centrales declaran que no era adecuado para elaborar pronósticos sujetos a diferentes supuestos respecto del instrumento de política monetaria³¹. Por otra parte, aunque en muchos de los países industriales que fijaban metas de inflación existía algún tipo de proceso sistemático de pronóstico establecido, en la mayoría de los países de mercados emergentes no lo había. Asimismo, en el momento de adoptarse el régimen los datos existentes eran de cuestionable calidad, y también en cuanto a la disponibilidad de datos los países de mercados emergentes se encontraban en situación de desventaja frente a los países industriales.

- *Estructura económica.* Los resultados de la encuesta indican que ninguno de los países que adoptaron un régimen de metas de inflación gozaba de condiciones económicas ideales en el momento de hacerlo. Todos los países presentaban sensibilidad a las variaciones del tipo de cambio y de los precios de los productos básicos cuando establecieron el régimen, y aunque la dolarización no era una cuestión que se les planteara a los países industriales, la evidencia obtenida de la encuesta y los datos reunidos en Ramón-Ballester y Wezel (2004) indican que existían diferentes grados de dolarización entre los países de mercados emergentes que adoptaron metas de inflación, siendo Perú el más dolarizado de ellos³². Por

²⁹Esos indicadores son: 1) la ausencia de toda obligación de comprar deuda pública, con lo cual se impide la monetización; 2) un alto grado de estabilidad en el cargo del gobernador del banco central (específicamente, su designación por un período determinado y disposiciones que permitan su despido solo con causa justificada) y 3) el hecho de que el banco central opere conforme a un mandato "centrado en la inflación" en la cual esta —la estabilidad de precios— sea el único objetivo declarado o, si se especifican otros objetivos, el referido a la inflación tenga precedencia sobre los demás.

³⁰Merece destacarse además que la autonomía jurídica se otorgó a veces simultáneamente con la adopción del régimen de metas de inflación o, como sucedió en un caso, con posterioridad. Muchos de los bancos centrales comprendidos en la muestra lograron mayor independencia a comienzos de la década de 1990 (véase en Jácome, 2001, un análisis de lo sucedido en América Latina). Los de Corea y Hungría, por el contrario, obtuvieron plena independencia precisamente en el momento en que se adoptaba el régimen de metas de inflación, lo cual parece indicar un reconocimiento de la estrecha conexión entre ambos elementos. El Banco Central de Tailandia, que adoptó el sistema de metas de inflación en 2000, se sigue rigiendo por una carta orgánica de 1942 que casi nada dice sobre cuestiones de autonomía monetaria, aunque el parlamento tailandés estaría considerando la sanción de una nueva ley.

³¹Las excepciones son Canadá, el Reino Unido y Suecia entre los países industriales y Polonia y Sudáfrica entre los mercados emergentes.

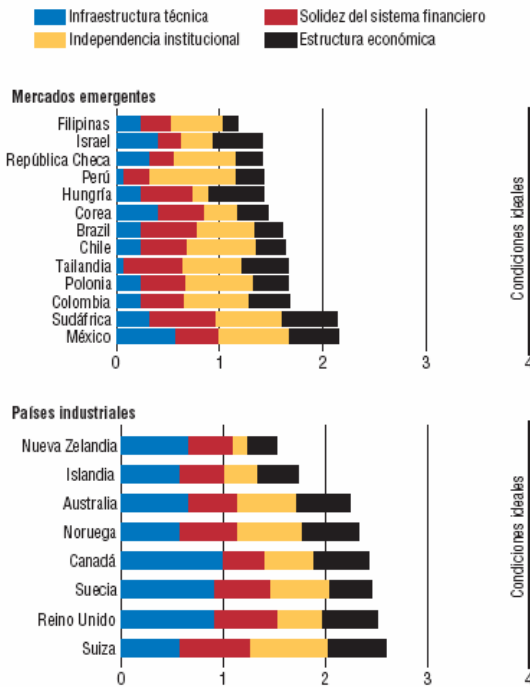
³²Estos datos concuerdan en líneas generales con los presentados en Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

Gráfico 4.3. Condiciones iniciales previas a la adopción del régimen de metas de inflación

(0 = deficientes; 1 = ideales; respecto de cada una de las cuatro categorías de condiciones iniciales)

La mayoría de los países que aplican un régimen de metas de inflación presentaban condiciones iniciales deficientes antes de su adopción.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

último, pero no por eso menos importante, la encuesta indica que en varios países con metas de inflación el índice de precios al consumidor incluía en el momento de adoptarse el régimen —y en la mayoría de los casos aún hoy— una proporción significativa de precios administrados.

- *Un sistema financiero y bancario sólido.* En el momento de adoptarse el régimen, la mayoría de los países presentaban deficiencias relativamente importantes en este aspecto, a juzgar por indicadores clave como el coeficiente de suficiencia de capital ponderado en función del riesgo, las medidas de profundidad del mercado financiero (razón entre capitalización del mercado bursátil y el PIB, razón entre emisión de bonos privados y el PIB, rotación del mercado bursátil y plazo de vencimiento máximo de los bonos nominales muy negociados, sean públicos o privados) y la medida en que los bancos mantienen posiciones abiertas en moneda extranjera.

El hecho de que ninguno de los países que actualmente aplican un régimen de metas de inflación —ya sea considerado individualmente o como promedio— presentara “condiciones previas” sólidas parece indicar que la falta de tales condiciones no es de por sí un impedimento para la adopción y el éxito de dicho régimen (gráfico 4.3). Esta conclusión se confirma mediante pruebas econométricas más formales. Si se emplean las “condiciones previas” enumeradas en el cuadro 4.7 como variables de control adicionales en las regresiones de la sección anterior, se aprecia que ninguna “condición previa” es significativa en las ecuaciones que explican la mejora del desempeño macroeconómico luego de la adopción del régimen.

Del cuadro 4.7 se desprenden otras dos conclusiones.

- Primero, en cuanto a las características institucionales, técnicas y económicas, la brecha entre los países que aplican el régimen de metas de inflación (en el momento de su adopción) y los países de mercados emergentes que podrían hacerlo (hoy) es relativamente pequeña, de lo cual podría deducirse que dichos facto-

APÉNDICE 4.1. ESPECIFICACIONES ECONOMÉTRICAS Y DATOS DE LA ENCU

res no serían un obstáculo para que estos países aplicaran el régimen de manera exitosa. Sin embargo, no es posible inferir de este análisis si tal conclusión es igualmente válida respecto de otros países que pueden encontrarse en peores condiciones iniciales que las que aquí se documentan.

- Segundo, la información disponible y las respuestas a la encuesta indican que la adopción del régimen de metas de inflación trae consigo rápidas mejoras en la estructura institucional y técnica, como por ejemplo en cuanto a la disponibilidad de datos y la elaboración de pronósticos. Por consiguiente, aun cuando no sea un requisito decisivo cumplir con ciertos estándares institucionales y técnicos antes de la adopción de un régimen de metas de inflación, sí puede ser esencial que el banco central y otros sectores del gobierno emprendan una estrategia más activa de incorporación de mejoras que garanticen las condiciones necesarias para el éxito del sistema en la etapa posterior a su adopción.

Conclusiones

El régimen de metas de inflación es un marco de política monetaria relativamente nuevo para los países de mercados emergentes. El estudio presentado en este capítulo representa un primer esfuerzo por evaluar sus efectos en ese tipo de países y si bien, dado el breve tiempo transcurrido desde la adopción de esos regímenes, toda evaluación tendrá necesariamente carácter preliminar, la evidencia recogida tras los primeros años de funcionamiento del sistema es alentadora. La fijación de metas de inflación parece haber traído aparejados un nivel de inflación más bajo, menores expectativas inflacionarias y una menor volatilidad de la tasa de inflación en comparación con los registrados en los países que no han adoptado este sistema. No se han verificado efectos adversos visibles en el producto, y el desempeño en otros planos —como la volatilidad de las tasas de interés, el tipo de cambio y las reservas internacionales— también ha sido favorable. Todo ello explicaría por qué esta re-

sulta ser una estrategia interesante para los mercados emergentes cuyo deficiente historial en materia de inflación les impide ganar credibilidad y donde es imprescindible, por motivos sociales y políticos, mantener al mínimo el costo que supone una reducción de la inflación para el producto. Puede además ser la razón por la cual ningún país ha abandonado todavía el régimen de metas de inflación.

Más aún, si bien debe existir un claro consenso entre el banco central y el gobierno con respecto a la importancia de la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria, no parece ser necesario que los países de mercados emergentes cumplan con un conjunto de rigurosas “condiciones previas” para adoptar con éxito un régimen de metas de inflación. Por el contrario, la factibilidad y el éxito de dicho régimen dependen aparentemente más del compromiso y de la capacidad de las autoridades para planificar e impulsar el cambio institucional una vez adoptada esa estrategia. En consecuencia, convendría que el asesoramiento en materia de política económica que se brinde a los países interesados en adoptar este régimen se concentrara en los objetivos institucionales y técnicos que los bancos centrales deberían esforzarse por alcanzar durante y después de la adopción del sistema, a fin de maximizar sus posibles beneficios.

Apéndice 4.1. Especificaciones econométricas y datos de la encuesta sobre condiciones previas y condiciones actuales

Los autores principales de este apéndice son Nicoletta Batini y Kenneth Kuttner, con la colaboración de Manuela Goretti.

En este apéndice se detallan las especificaciones econométricas básicas y alternativas analizadas en el texto principal, por las cuales se mide el desempeño macroeconómico relativo de los países que aplican un régimen de metas de inflación frente a aquellos que no lo hacen. Se describen además las particularidades de los datos

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

utilizados en el análisis empírico expuesto en el texto principal, incluidos aquellos obtenidos mediante la encuesta.

Especificaciones econométricas

De acuerdo con el criterio de Ball y Sheridan (2003), se considera que el desempeño macroeconómico actual depende en parte del registrado en el pasado y en parte de algún valor medio de la variable en cuestión. En el caso de la tasa de inflación de los países que fijan metas para esta variable, ese valor medio corresponderá entonces a la meta de inflación, mientras que en el caso de otros países sería sencillamente el nivel “normal” al cual retorna la inflación observada. En términos matemáticos, este proceso puede expresarse de la siguiente manera:

$$X_{i,t} = \phi[\alpha^T d_{i,t} + \alpha^N(1 - d_{i,t})] + (1 - \phi)X_{i,t-1}, \quad (1)$$

siendo $X_{i,t}$ el valor de un indicador de desempeño macroeconómico X para el país i en el período t , α^T es la media a la cual retorna X en los países con metas de inflación, α^N es la media a la cual retorna X en el caso de los países *sin* metas de inflación y $d_{i,t}$ es una variable igual a 1 en el caso del primer grupo de países e igual a 0 en el caso del segundo. El parámetro ϕ representa la velocidad a la cual X retorna al valor de α del grupo respectivo: un valor de ϕ igual a 1 significa que X retorna completamente a esa media luego de un período, mientras que un valor de ϕ igual a 0 significaría que X depende solo de su trayectoria anterior y no tiende a retornar a ningún valor en particular.

La regresión utilizada en Ball y Sheridan (2003) y en los resultados expuestos en los cuadros 4.3 a 4.6 es sencillamente una versión de la ecuación (1), expresada como la variación de X , agregándose un término de error e y tomándose como supuesto que hay dos períodos, uno “previo” (pre) y otro “posterior” (post):

$$X_{i,post} - X_{i,pre} = \phi\alpha^T d_i + \phi\alpha^N(1 - d_i) - \phi X_{i,pre} + e_i, \quad (2)$$

o si

$$a_0 = \phi\alpha^N, \quad a_1 = \phi(\alpha^T - \alpha^N), \quad \text{and} \quad b = -\phi, \\ X_{i,post} - X_{i,pre} = a_0 + a_1 d_i + b X_{i,pre} + e_i. \quad (\xi)$$

tal como se expone en el texto principal, en el caso de los países con metas de inflación el período “previo” se define como 1985 hasta el trimestre anterior a la adopción del régimen de metas, mientras que el período “posterior” se extiende desde el momento en que se adopte ese sistema hasta 2004 inclusive. En el caso de los países que no establecen metas de inflación se toma como fecha de corte T4 1999, que corresponde a la fecha media de adopción del régimen por parte de los países de mercados emergentes que lo aplican.

Dentro de este marco, el parámetro pertinente para medir el efecto económico del régimen de metas de inflación es a_1 , el coeficiente de la variable ficticia de metas de inflación, y esto es lo que se presenta en los cuadros 4.3 a 4.6 (a_0 refleja en cambio si ha habido una mejora generalizada en el desempeño macroeconómico entre los distintos países independientemente de las diferencias de régimen monetario). Tómese por ejemplo, la fila del cuadro 4.3 correspondiente a la inflación del IPC, en la cual se muestran estimaciones de la ecuación (3) cuando X es la inflación del IPC. En este caso, $a_1 = -4,8$, lo cual significa que en los países que adoptaron una estrategia de metas de inflación la disminución de la inflación del IPC ha sido en promedio 4,8 puntos porcentuales mayor que en los países que no adoptaron tal estrategia. Obsérvese que si ϕ fuera cero (es decir, si se diera una reversión completa a la media), el a_1 estimado no sería otra cosa que la diferencia en la media de $X_{post} - X_{pre}$ correspondiente a los países con metas de inflación frente a los países sin metas de inflación, por lo cual la única ventaja del método de regresión consiste en poder corregir el efecto del nivel inicial de X_{pre} . Asimismo, al centrarse en períodos de tiempo relativamente prolongados, el análisis es, en gran medida, una comparación de estados estables y nada dice acerca de lo que sucede durante la transición a un marco de políticas de metas de inflación, o de cualquier otra clase, para lo cual sería precis

APÉNDICE 4.1. ESPECIFICACIONES ECONÓMICAS Y DATOS DE LA ENCUESTA

hacer un control muy estricto de las condiciones cíclicas a fin de distinguir entre los efectos de la transición y la trayectoria normal del ciclo económico.

Los datos de referencia obtenidos al estimar la ecuación (3), sobre la muestra completa de 35 economías de mercados emergentes comprendidas en el índice EMBI elaborado por J.P. Morgan, más Israel y la República Checa —que establecen metas de inflación pero no forman parte del índice— y otros siete países que por lo general se clasifican como mercados emergentes, figuran en el cuadro 4.3. En el conjunto de variables X se incluyen los mismos indicadores de desempeño macroeconómico fundamental que figuran en los cuadros descriptivos: inflación del IPC, volatilidad de la inflación y la volatilidad del crecimiento del PIB real y de la brecha del producto.

Pruebas de robustez

Un problema que surge en el contexto del análisis de los datos de referencia anteriormente descrito es que la división de la muestra en los períodos “previo” y “posterior” resulta un tanto arbitraria, ya sea en la determinación de la fecha de inicio para el cálculo de los promedios del período “previo” como en la definición de T4 1999 para la fecha de corte hipotética en el caso de los países que no establecen metas de inflación. A fin de evaluar cualquier distorsión provocada por el carácter arbitrario de la división, se estimó nuevamente la ecuación de regresión (3) mediante dos esquemas alternativos de división de la muestra. El primero consiste en hacer que el período “previo” comience en 1990 en lugar de 1985, con lo cual se elimina de la muestra en gran medida cualquier efecto generado por la crisis de la deuda latinoamericana. El segundo consiste en modificar la fecha de corte correspondiente a los países que no fijan metas de inflación y utilizar, en lugar de T4 1999, la fecha del cambio de facto más reciente operado en el marco de política monetaria, determinado según cálculos del personal técnico y el informe anual del FMI sobre regímenes

de cambio y restricciones cambiarias, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Conforme a dichos esquemas y la división de los datos de referencia, sin embargo, las muestras “previa” y “posterior” varían entre los diferentes países y, por consiguiente, para eliminar toda posibilidad de que los resultados pudieran atribuirse a simples efectos temporales, se probó un tercer método alternativo de división, utilizándose 1994–96 como período estandarizado “previo” y 2002–04 como período estandarizado “posterior”.

Se realizaron además diversas pruebas adicionales para verificar que los resultados fueran robustos con respecto a la selección de la muestra y la inclusión de otros factores potencialmente importantes que afectarían los resultados macroeconómicos. Primero, para evitar la posibilidad de que un pequeño número de valores extremos de inflación pudiera estar influyendo en la regresión de manera indebida, se incluyó un control para corregir el efecto de los países cuya tasa de inflación superara el 40% en el período “previo” y se ensayó además establecer un umbral de 100%. Segundo, se estimó nuevamente la ecuación (3) con una muestra más pequeña, excluyéndose de ella los países definidos como de “bajo ingreso” por el Banco Mundial y también en una muestra de la que se excluyeron los siete países integrantes del grupo de control que no figuran en el índice EMBI de J.P. Morgan. Tercero, en la muestra completa se incluyó un control para corregir el efecto de los países de alto endeudamiento externo, de acuerdo con la clasificación pertinente del Banco Mundial. Cuarto, en la muestra completa se utilizó un control para corregir el efecto de los países que aplicaban un tipo de cambio fijo durante el período “posterior”. Por último, nuevamente en la muestra completa se incluyeron controles para corregir el efecto del coeficiente de deuda pública en relación con el PIB correspondiente al período “previo”, y la variación entre los períodos “posterior” y “previo” para descartar la posibilidad de que las mejoras macroeconómicas no fueran atribuibles al establecimiento de una estrategia de metas de inflación sino antes bien

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

a una mejor disciplina fiscal. Los resultados de estos dos conjuntos de pruebas de robustez se presentan en los cuadros 4.5 y 4.6.

La significación, el signo y la magnitud de los controles adicionales se muestran a continuación de la barra próxima a cada estimación del coeficiente a_1 (el hecho de que no figure ningún resultado significa que el control no fue significativo). Tómese, por ejemplo, la quinta columna del cuadro 4.6, en la cual se examina el efecto de una condición previa en el coeficiente deuda/PIB. Los resultados indican que el control es significativo solo respecto de la volatilidad de las expectativas de inflación para un período de 6 a 10 años, lo cual parece indicar que el hecho de tener un coeficiente de deuda/PIB “deficiente” antes de la adopción del régimen de metas de inflación daría lugar a una reducción menor en 0,018 puntos porcentuales de la volatilidad de las expectativas inflacionarias que generalmente se asocia con un régimen de metas de inflación frente a la ausencia de ese tipo de régimen.

Descripción de las variables y fuentes de datos

Salvo indicación en contrario, todos los datos corresponden al período comprendido entre T1 1985 y T4 2004 inclusive.

- *Tasa de inflación*: Calculada como la tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor. Los datos trimestrales se obtuvieron de la publicación del FMI *International Financial Statistics* y de la OCDE.
- *Tasa de crecimiento del producto*: Tasa anual de crecimiento del PIB real en moneda nacional. Los datos trimestrales se obtuvieron de las publicaciones del FMI *International Financial Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial*, y de la OCDE.
- *Brecha del producto*: Calculada como el residuo de una regresión del logaritmo del PIB real según un término constante, una tendencia lineal y una tendencia cuadrática.
- *Tasa de interés nominal a corto plazo*: Tasa de interés del mercado monetario o tasas de depósito a tres meses. Los datos trimestrales

se obtuvieron de las publicaciones del FMI *International Financial Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial* y de la OCDE.

- *Tipo de cambio*: Moneda nacional por dólar de EE.UU. Los datos trimestrales se obtuvieron de la publicación del FMI *International Financial Statistics*.
- *Reservas internacionales excluido el oro*: En dólares de EE.UU. Los datos trimestrales se obtuvieron de la publicación del FMI *International Financial Statistics*.
- *Dinero en sentido amplio*: En moneda nacional, la definición más amplia disponible. Los datos trimestrales se obtuvieron de las publicaciones del FMI *International Financial Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial*.
- *Expectativas de inflación*: Datos de encuestas obtenidos de Consensus Economics, Inc. Su disponibilidad varía según el país.

Indicadores de condiciones previas y condiciones actuales

Infraestructura del banco central

Estos tres indicadores basados en la encuesta tienen por objeto medir los recursos de los bancos centrales en materia de disponibilidad de datos y capacidad de modelización y formulación de pronósticos. A los fines del análisis de regresión, se creó un índice de la infraestructura del banco central consistente en el promedio simple de estas tres medidas.

- *Disponibilidad de datos*. En las preguntas No. 78 y No. 84 de la encuesta se solicitaba información con respecto a la disponibilidad de todos los datos macroeconómicos esenciales en el momento de adoptarse el régimen de metas de inflación. Las respuestas se codificaron como 1 si todos los datos estaban disponibles y eran fiables y de buena calidad y como 0 si faltaban algunos datos, asignándose un valor de 0,25 si se disponía de todos los datos pero la mayoría de ellos eran muy poco fidedignos debido a que, por ejemplo, habitualmente estaban sujetos a revisiones considerables o bien se encontraban disponibles solo con poca fre-



APÉNDICE 4.1. ESPECIFICACIONES ECONÓMICAS Y DATOS DE LA ENCUESTA

cuencia y, análogamente, un valor de 0,75 si se disponía de todos los datos pero uno o pocos de ellos no eran fiables o de buena calidad.

- *Proceso sistemático de elaboración de pronósticos.* Las preguntas No. 47 a No. 52 inclusive se referían a la capacidad de elaborar pronósticos con que se contaba en el momento de adoptarse el régimen. Se creó una variable a partir de las respuestas a dichas preguntas, cuyo valor se fijó en 1 si ya existía un proceso sistemático de formulación de pronósticos y en 0 si no lo había.
- *Modelos para elaborar pronósticos condicionados.* A partir del mismo conjunto de preguntas utilizado para el indicador anterior (No. 47 a No. 52 inclusive), se creó una variable a la cual se asignó un valor de 1 si se disponía de modelos capaces de generar pronósticos condicionados y de 0 cuando no existían tales modelos.

Solidez del sistema financiero

Los seis indicadores siguientes miden el grado de desarrollo y de solidez del sistema bancario y financiero. Dos de ellos provienen de las respuestas a la encuesta y cuatro se basan en otras fuentes de datos. Para el análisis de regresión, se creó un índice de las condiciones del sistema bancario y financiero igual al promedio simple de estas seis medidas. En la mayoría de los casos se tomó la solidez del sistema financiero del Reino Unido como el parámetro de referencia en la construcción de los componentes del índice mismo, dado que comúnmente se considera que ese país posee un sistema financiero desarrollado y sólido desde el punto de vista de su reglamentación.

- *Porcentaje de los activos bancarios ponderados en función del riesgo.* Con datos compilados y presentados en un estudio anterior realizado por el FMI³³, se creó una variable a la cual se atribuyó un valor de 1 en el caso de los países cuyo sistema bancario, en su conjunto, tenía un capital reglamentario superior al 10% de

los activos ponderados en función del riesgo y un valor de 0 en el caso de los países que no cumplían con este parámetro.

- *Capitalización del mercado bursátil.* Con base en datos del Banco Mundial, se calculó respecto de cada país incluido en la muestra el coeficiente de capitalización del mercado bursátil en relación con el PIB, y se lo expresó en términos del coeficiente correspondiente del Reino Unido, de modo que un valor de 1 indica un grado de capitalización del mercado bursátil comparable a la de este último país³⁴.
- *Profundidad del mercado de bonos privados.* A partir de los mismos datos del Banco Mundial, se calculó para cada país comprendido en la muestra el coeficiente de bonos de emisión privada en circulación en relación al PIB y se lo expresó en términos del coeficiente correspondiente del Reino Unido, de modo que un valor de 1 indica un grado de profundidad del mercado de bonos privados comparable a la de este último país.
- *Rotación del mercado bursátil.* Con los mismos datos del Banco Mundial, se calculó respecto de cada país de la muestra el coeficiente de rotación del mercado bursátil en relación con el PIB y se lo expresó en términos del coeficiente correspondiente del Reino Unido, de modo que un valor de 1 indica un volumen de transacciones comparable a la de dicho país.
- *Ausencia de descalce de monedas.* En la pregunta No. 106 de la encuesta se les solicitaba a los bancos centrales que caracterizaran el grado de descalce de monedas que presentaban los bancos de capital nacional. A partir de las respuestas a esa pregunta, se creó una variable cuyo valor fue fijado en 1 si se describía el descalce como nulo o bajo, en 0,5 si se declaraba que existía un cierto grado de descalce o si este era moderado y en 0 si el nivel de descalce era elevado.
- *Plazo de vencimiento de los bonos.* Como respuesta a la pregunta No. 114 de la encuesta, los bancos

³³FMI (2005).

³⁴Los datos de referencia se obtuvieron de la base de datos del Banco Mundial sobre estructura económica y financiera (Financial Structure y Economic Database), disponible en Internet: <http://www.worldbank.org/research/projects/fnstructure/database.htm>.

CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

centrales debían declarar cuál era el plazo de vencimiento máximo de los bonos muy negociados. La respuesta a esa pregunta se convirtió a años y se la dividió por 30, de modo que a los países en los que se negociaban activamente bonos a 30 años se les asignó un valor de 1 respecto de esta variable.

Independencia institucional

El propósito de los seis indicadores siguientes es el de medir el grado en el cual el banco central puede perseguir sus objetivos de política monetaria sin que ello plantee conflictos con otros objetivos alternativos. Tres de ellos se basan en las respuestas a la encuesta sometida a los bancos centrales que integran la muestra analizada, cuya coherencia fue controlada mediante un cotejo con otras fuentes de los bancos encuestados, y tres provienen de otras fuentes de datos independientes. A los fines del análisis de regresión, se creó un índice de autonomía institucional consistente en el promedio simple de esas seis medidas.

- *Ausencia de obligación fiscal.* En las preguntas No. 3 y No. 7 de la encuesta se les preguntó a los bancos centrales si existía alguna obligación, ya fuera implícita o explícita, de financiar el déficit público. Sobre la base de las respuestas, se creó una variable a la cual se le atribuyó un valor de 1 en caso de no existir tal obligación y de 0 en el caso contrario.
- *Independencia operativa.* En las preguntas No. 4 y No. 7 de la encuesta se preguntaba si el banco central poseía plena “independencia instrumental”, que le otorgara la responsabilidad exclusiva de establecer el instrumento de política monetaria. Se creó una variable cuyo valor se fijó en 1 en el caso de los países cuyos bancos centrales declaraban tener plena independencia instrumental y en 0 cuando no la tenían.
- *Mandato centrado en la inflación.* En las preguntas No. 14 y No. 18 de la encuesta se pedía a

los bancos centrales que describieran su mandato jurídico. Sobre la base de sus respuestas, se creó una variable cuyo valor era 1 en el caso de que la inflación fuese el único objetivo formalmente establecido, 0,5 si se especificaban otros objetivos pero dándose precedencia a la inflación y 0 si se especificaban otros objetivos en un plano de igualdad con la inflación.

- *Saldo fiscal favorable.* A partir de datos del FMI y la OCDE sobre el saldo fiscal, se creó una variable que indicaba la ausencia de presión para que el banco central financiara el déficit fiscal. Respecto de cada país comprendido en la muestra, se calculó el coeficiente del saldo fiscal primario en relación con el PIB y se estimó la media correspondiente a los dos años anteriores a la adopción del régimen de metas de inflación y a los dos años más recientes en el caso de los países sin metas de inflación. Ese coeficiente fue convertido a un puntaje de 0 a 1 mediante una transformación logística, ajustándose de modo que a un presupuesto equilibrado o con superávit le correspondió un valor de 1 y a un déficit presupuestario superior al 3% del PIB, un valor de 0³⁵.
- *Bajo nivel de deuda pública.* Con datos obtenidos de la OCDE y de la base de datos sobre deuda pública que mantiene el Departamento de Finanzas Públicas del FMI para la elaboración del estudio sobre perspectivas de la economía mundial, se calculó el coeficiente de la deuda pública en relación con el PIB correspondiente al año anterior a la adopción del régimen de metas de inflación, utilizándose la observación disponible más reciente en el caso de los países que no fijan tales metas. A partir de estos datos, se creó una variable igual al valor que resultase mayor entre: 1 y 1 menos el coeficiente de deuda pública en relación con el PIB. De esa manera, a un país sin deuda pública le correspondería un valor de 1 y a uno cuyo coeficiente de deuda res-

³⁵La transformación utilizada es la siguiente: $\exp[2 \times (\text{saldo} + 1,5)] / [1 + \exp[2 \times (\text{saldo} + 1,5)]]$, siendo “saldo” el saldo fiscal, expresado como porcentaje del PIB.

REFERENCIAS

- pecto del PIB fuera igual o mayor que 100 se le asignaría un valor de 0.
- *Independencia del banco central.* Esta variable es la medida “global” —un promedio de la dimensión política y económica— de la independencia del banco central según se expone en Arnone *et al.* (2005). Estos datos se encuentran disponibles respecto de dos períodos —1991–92 y 2003— y se los ajustó de modo que un valor de 1 indica la existencia de plena independencia mientras que valores más próximos a 0 indican un grado decreciente de independencia.

Estructura económica

El último conjunto de cuatro indicadores, basados en los resultados de las encuestas y en fuentes de datos independientes, tiene por objeto reflejar una serie de condiciones económicas que, según suele considerarse, afectan las probabilidades de éxito de un régimen de metas de inflación. A los fines del análisis de regresión, se creó un índice de condiciones económicas consistente en el promedio simple de estas cuatro medidas.

- *Bajo nivel de transmisión del tipo de cambio.* Como respuesta a la pregunta No. 96 de la encuesta, los bancos centrales debían caracterizar el grado de transmisión del tipo de cambio. Al construir esta variable se codificaron las respuestas de la siguiente manera: 1 para un nivel de transmisión bajo o nulo, 0,5 para un nivel moderado y 0 para un nivel elevado.
- *Baja sensibilidad a los precios de los productos básicos.* Como respuesta a la pregunta No. 97 de la encuesta, los bancos centrales debían caracterizar el grado de sensibilidad de la inflación a las fluctuaciones de los precios de los productos básicos. Para construir esta variable, se codificaron las respuestas de la siguiente manera: 1 cuando había ausencia de sensibilidad, 0,5 cuando existía sensibilidad y 0 cuando esa sensibilidad era elevada.
- *Grado de dolarización.* En la pregunta No. 98 de la encuesta se les solicitaba a los bancos

centrales que caracterizaran el grado de dolarización de sus economías. Con base en esas respuestas y en datos obtenidos de Ramón-Ballester y Wezel (2004), se construyó una variable a la cual se le atribuyó un valor de 1 en el caso de los países donde la dolarización era escasa o nula, de 0,5 en el caso de países que presentaban algún grado de dolarización y de 0 en aquellos con un alto grado de dolarización.

- *Grado de apertura comercial.* Con datos obtenidos del FMI (*International Financial Statistics y Perspectivas de la economía mundial*) y de la OCDE, se calculó el coeficiente de exportaciones más importaciones en relación con el PIB. Luego se lo expresó en términos del coeficiente correspondiente de Singapur —la economía con la mayor participación del comercio en el PIB— y se lo restó de 1, determinándose así un índice cuyo valor sería 1 en el caso hipotético de una economía completamente autárquica y 0 en el caso de otra que tuviese un grado de apertura comercial comparable a la de Singapur. Las condiciones previas correspondientes a los países con metas de inflación se calculan mediante un promedio de la razón entre comercio y PIB correspondiente a los dos años anteriores a la adopción del régimen de metas de inflación, mientras que en el caso de los demás países el puntaje se basa en los datos más recientes (2004).

Referencias

- Agénor, Pierre-Richard, 2002, “Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting”, en *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Norman Loayza y Raimundo Soto, compiladores (Santiago: Banco Central de Chile).
- Amato, Jeffrey D., y Stefan Gerlach, 2002, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade”, *European Economic Review*, vol. 46 (mayo), págs. 781–90.
- Arnone, Marco, *et al.*, 2005, “New Measures of Central Bank Independence”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional, de próxima publicación).



CAPÍTULO IV RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN: ¿ES VIABLE EN LOS PAÍSES DE MERCADOS EMERGENTES?

- Ball, Laurence, y Niamh Sheridan, 2003, "Does Inflation Targeting Matter?", IMF Working Paper 03/129 (Washington: Fondo Monetario Internacional). También de próxima publicación en *Inflation Targeting: Theory and Practice*, Ben S. Bernanke y Michael Woodford, compiladores (Chicago: University of Chicago Press).
- Baltensperger, Ernst, Andreas M. Fischer y Thomas J. Jordan, 2002, "Abstaining from Inflation Targets: Understanding the Importance of Strong Goal Independence" (inédito; Berna: Banco Nacional de Suiza, octubre).
- Banco Central Europeo, 1999, *Boletín mensual del Banco Central Europeo* (enero) (Frankfurt).
- , 2003, "Overview of the Background Studies for the Reflections on the ECB's Monetary Policy Strategy" (Frankfurt).
- Batini, Nicoletta, 2004, "Achieving and Maintaining Price Stability in Nigeria", IMF Working Paper 04/97 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Edward Nelson, 2001, "Optimal Horizons for Inflation Targeting", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 25 (junio), págs. 891-910.
- , 2005, "The U.K.'s Rocky Road to Stability", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper No. 2005-020A (St. Louis, Missouri: Banco Federal de la Reserva de St. Louis).
- Batini, Nicoletta, y Anthony Yates, 2003, "Hybrid Inflation and Price-Level Targeting", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35 (junio), págs. 283-300.
- Bernanke, Ben S., 2003, "A Perspective on Inflation Targeting", palabras pronunciadas en la conferencia anual de política celebrada por la National Association of Business Economists en Washington, 25 de marzo.
- , et al., 1999, *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Bernanke, Ben S., y Michael Woodford, 2004, compiladores, *The Inflation-Targeting Debate*, NBER Studies in Business Cycles, vol. 32 (Chicago: University of Chicago Press).
- Blanchard, Olivier, 2003, "Comment on *Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects*, by Jiri Jonas and Frederic Mishkin", estudio preparado para la conferencia del NBER sobre metas de inflación, Bal Harbour, Florida, 23-25 de enero.
- Brook, Anne-Marie, Özer Karagedikli y Dean Scrimgeour, 2002, "An Optimal Inflation Target for Nueva Zelandia: Lessons from the Literature", *Boletín del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia*, vol. 65, No. 3.
- Burdekin, Richard C.K., y Pierre L. Siklos, 2004, "Fears of Deflation and Policy Responses Then and Now", en *Deflation: Current and Historical Perspectives*, Richard C.K. Burdekin y Pierre L. Siklos, compiladores (Cambridge: Cambridge University Press).
- Carare, Alina, Andrea Schaechter y Mark Stone, 2002, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", IMF Working Paper 02/102 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Celasun, Oya, R. Gastón Celos y Alessandro Prati, 2004, "Obstacles to Disinflation: What Is the Role of Fiscal Expectations?", *Economic Policy: A European Forum* (octubre), págs. 441-81.
- Debelle, Guy, 2001, "The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries", en *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, David Gruen y John Simon, compiladores (Sydney: Banco de la Reserva de Australia).
- , y Stanley Fischer, 1994, "How Independent Should a Central Bank Be?", en *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Jeffrey C. Fuhrer, compilador (Boston: Banco de la Reserva Federal de Boston).
- Eichengreen, Barry, et al., 1999, *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility*, Essays in International Finance, No. 213 (Princeton, Nueva Jersey: Sección Financiera Internacional, Departamento de Economía, Universidad de Princeton).
- Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose y Charles Wyplosz, 1994, "Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System", en *The New Transatlantic Economy*, Matthew Canzoneri, Paul Masson y Vittorio Grilli, compiladores (Cambridge: Cambridge University Press).
- , 1995, "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, vol. 10 (octubre), págs. 249-312.
- Fischer, Stanley, 2001, "Los regímenes cambiarios: ¿Es correcto el enfoque bipolar?", en *Finanzas & Desarrollo*, vol. 38 (junio).
- Flood, Robert, y Nancy Marion, 1999, "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 4 (enero), págs. 1-26.



REFERENCIAS

- Fondo Monetario Internacional, 2005, "Table 22: Bank Regulatory Capital to Risk-Weighted Assets", *Global Financial Stability Report* (Washington, abril).
- Friedman, Benjamin, 2002, "The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility, and Transparency", NBER Working Paper No. 8972 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Genberg, Hans, 2001, "Asset Prices, Monetary Policy, and Macroeconomic Stability", *De Economist* (Países Bajos), vol. 149 (diciembre), págs. 433-53.
- Girton, Lance, y Don Roper, 1977, "A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to Postwar Canadian Experience", *American Economic Review*, vol. 67 (septiembre), págs. 537-48.
- Goodhart, Charles, 1989, "Conduct of Monetary Policy", *Economic Journal*, vol. 99 (junio), págs. 293-346.
- Gramlich, Edward M., 2003, "Maintaining Price Stability", palabras pronunciadas por el Gobernador Edward M. Gramlich en el Club Económico de Toronto, Toronto, 1 de octubre.
- Grilli, Victorio, Donato Masciandaro y Guido Tabellini, 1991, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, vol. 6 (octubre), págs. 341-92.
- Gürkaynak, Refet, Brian Sack y Eric Swanson, 2005, "The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models", *American Economic Review*, vol. 95 (marzo), págs. 425-36.
- Heise, Michael, 2003, "The Seductive Charm of Inflation Targets", *Financial Times* (1 de julio).
- Hume, David, 1752, "Of Money", reimpreso en *Essays: Moral, Political and Literary*, 1758, pág. 281.
- Hyvonen, Markus, 2004, "Inflation Convergence Across Countries", Research Discussion Paper No. 2004-04 (junio) (Sydney, Australia: Departamento de Estudios Económicos, Banco de la Reserva de Australia).
- Issing, Otmar, 2000, "Europe's Challenges After the Establishment of Monetary Union: A Central Banker's View", discurso pronunciado en la conferencia de CESifo sobre las cuestiones relacionadas a la integración monetaria en Europa, Munich, 1 y 2 de diciembre.
- Jácome, H. Luis Ignacio, 2001, "Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s", IMF Working Paper 01/212 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Jonas, Jiri, y Frederick S. Mishkin, 2005, "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", en *The Inflation-Targeting Debate*, Ben S. Bernanke y Michael Woodford, compiladores, Studies in Business Cycles, No. 32, parte III (Chicago: University of Chicago Press).
- Khan, Mohsin, 2003, "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", IMF Working Paper 03/56 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory", Mais Lecture 2005, Cass Business School, City University, Londres, 17 de mayo.
- Kohn, Donald, 2003, "Inflation Targeting: Prospects and Problems", mesa redonda en el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, St. Louis, Missouri, 17 de octubre.
- Kumhof, Michael, 2002, "A Critical View of Inflation Targeting: Crises, Limited Sustainability, and Aggregate Shocks", en *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Norman Loayza y Raimundo Soto, compiladores (Santiago: Banco Central de Chile).
- Leiderman, Leonardo, y Lars E.O. Svensson, compiladores, 1995, *Inflation Targets* (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Levin, Andrew, Fabio Natalucci y Jeremy Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, No. 4, págs. 51-80.
- Meyer, Laurence H., 2002, "Inflation Targets and Inflation Targeting", *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 13 (agosto), págs. 147-62.
- Mishkin, Frederick S., 1999, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43 (junio), págs. 579-606.
- , y Klaus Schmidt-Hebbel, 2001, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", documento de trabajo No. 101 del Banco Central de Chile (julio).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (cuarto trimestre), págs. 73-96.
- Pianalto, Sandra, 2005, "The Power of Price Stability" (Cleveland: Banco de la Reserva Federal de Cleveland, Departamento de Estudios, mayo).
- Ramón-Ballester, Francisco, y Torsten Wezel, 2004, "International Financial Linkages of Latin American Banks: The Effects of Political Risk and Deposit Dollarization", estudio presentado en la reunión preparatoria del segundo seminario



ANEXO 5

CALENDARIO PARA LA PRESENTACIÓN DE TEMAS ESTRATÉGICOS DEL BANCO DE GUATEMALA A LA JUNTA MONETARIA DURANTE 2006																									
No.	TEMA	ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
		1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena
1	Evaluaciones																								
	a) De la Ejecución de la Política Monetaria								X							X									X
	b) Informe de Política Monetaria		X													X									
2	Propuesta de Política Monetaria																								X
3	Memoria de Labores, año previo								X																
4	Estudio de la Economía Nacional										X														
5	Estados Financieros Anuales, año previo		X																						
6	Informe de Auditoría Externa						X																		
7	Informes		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X
	a) Mensual de operaciones		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X
	b) De Operaciones del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X
	c) Mensual sobre Ejecución Presupuestaria		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X
8	Estados Financieros del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X
9	Informe Trimestral de Operaciones del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)		X						X						X						X				
10	Política de Inversiones del Fondo para la Protección del Ahorro																								X
11	Presupuesto de Gastos del Fondo para la Protección del Ahorro																								X
12	Informes		X						X						X						X				
	a) Financiero de las RMI		X						X						X						X				
	b) De Análisis de Riesgo de las RMI		X						X						X						X				
	c) De Control y Supervisión de las RMI		X						X						X						X				
13	Revisión de la Política de Inversiones de las RMI																								X
14	Proyecto de Presupuesto Anual																								X
15	Revisión Analítica del Presupuesto								X						X						X				X



ANEXO 6

Regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario ^{1/}

Para la compra:

- El Banco de Guatemala colocará en el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- una postura de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%.
- En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio máximo de adjudicación de esta subasta será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%.
- En caso se adjudique el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio máximo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior.
- En caso de que nuevamente se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta, procediendo en la misma forma pero sin exceder un máximo de cinco subastas de compra de divisas por día.
- Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de compra de divisas, el Banco Central ingresará en el SINEDI una postura de compra por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de compra del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%.

Para la venta:

- El Banco de Guatemala colocará en el SINEDI una postura de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%.
- En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio mínimo de adjudicación de esta subasta será igual al



promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%.

- En el caso de que se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio mínimo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior.
- En caso se adjudique nuevamente el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta procediendo en la misma forma, sin exceder un máximo de cinco subastas por día.
- Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de venta de divisas, el Banco Central ingresará en el SINEDI una postura de venta por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de venta del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%.

Si la situación lo amerita, el Comité de Ejecución se reunirá en forma extraordinaria, en cuyo caso decidirá montos adicionales a subastar, tanto para la compra como para la venta de divisas, informando a la Junta Monetaria, en su sesión más próxima, sobre la decisión adoptada.

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

No está de más indicar que el mecanismo de liquidación anterior se agilizaría, en la medida en que las operaciones que se efectúen por medio del SINEDI se liquiden en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, en virtud de que en este sistema las operaciones se liquidarán en línea y en tiempo real.

^{1/} El Banco Central colocará simultáneamente posturas de compra y de venta de divisas.



ANEXO 7

TASA DE INTERÉS E INFLACIÓN

La inflación afecta la tasa de interés nominal (de largo plazo) debido a su efecto sobre la oferta y la demanda de recursos. Por tal razón, es importante explicar los movimientos de la tasa de interés, sabiendo que la tasa de interés del mercado está determinada por los factores que controlan la oferta y la demanda de estos fondos. La teoría es especialmente útil para explicar los movimientos del nivel general de la tasa de interés de un país.

Una herramienta que ayuda a entender estas relaciones es el denominado *Efecto Fisher*, el cual postula que los pagos nominales de interés compensan a los ahorristas en dos formas; en primer lugar, compensan la reducción del poder de compra de los mismos; y, en segundo lugar, ofrecen un premio adicional por dejar de consumir en el presente. En ese sentido, los ahorristas están dispuestos a dejar de consumir sólo si reciben un premio sobre sus ahorros superior a la tasa de inflación esperada, como se muestra en la siguiente ecuación:

$$i = E[p] + i_R$$

Donde:

i = tasa de interés nominal

$E[p]$ = tasa de inflación esperada

i_R = tasa de interés real

Esta relación entre tasas de interés e inflación esperada es lo que se conoce como el *Efecto Fisher*. La diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación esperada es la tasa de interés real para el ahorrista. Se conoce como tasa de interés real porque, a diferencia de la tasa de interés nominal, se ajusta de acuerdo con la tasa de inflación esperada, como lo ilustra la expresión siguiente:

$$i_R = i - E[p]$$

Por lo tanto, la determinación de la tasa de interés real resulta ser especialmente importante, tomando en consideración que en la proyección de la misma es necesario tomar en cuenta la tasa de interés nominal que se espera para ese período y deducirle la tasa de inflación esperada.



ANEXO 8

PRINCIPALES FUNDAMENTOS DE UN PROCESO GRADUAL DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN

I. META DE INFLACIÓN

En un régimen de metas explícitas de inflación, la meta que establece la autoridad monetaria tiene el propósito primordial de constituir el ancla nominal de la economía y, como tal, orienta tanto las acciones de la política monetaria como las expectativas de los agentes económicos. En efecto, en dicho régimen la política monetaria no tiene un objetivo para el tipo de cambio de la moneda nacional con respecto a una o más monedas extranjeras, como tampoco lo tiene para la tasa de crecimiento de uno o más agregados monetarios. En tal contexto, las acciones de la política monetaria se orientan a la consecución de la meta de inflación.

En el contexto descrito, se propone una meta de inflación para 2006 y 2007.

AÑO	Variación interanual del IPC	MARGEN
2006	6%	+/- 1 punto porcentual
2007	5%	+/- 1 punto porcentual

Cabe indicar que el propósito de la citada meta es que en el mediano plazo la inflación doméstica converja hacia los niveles observados en las economías industrializadas, consistente con el siguiente proceso de reducción de la inflación sugerido.



II. ASPECTOS FUNDAMENTALES PARA VIABILIZAR EL PROCESO DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL MEDIANO PLAZO

Para poder viabilizar el proceso de reducción de la inflación sugerido se requiere, entre otros, de los elementos siguientes: a) La consolidación del régimen de metas explícitas de inflación; b) La consolidación de las finanzas públicas; y, c) La ausencia de choques externos de gran magnitud.

AÑO	Variación interanual del IPC	MARGEN
2006 (meta)	6.0%	+/- 1 punto porcentual
2007 (meta)	5.0%	+/- 1 punto porcentual
2008	4.5%	+/- 1 punto porcentual
2009	4.0%	+/- 1 punto porcentual
2010	3.5%	+/- 1 punto porcentual
2011	3.0%	+/- 1 punto porcentual

A. La consolidación del esquema de metas explícitas de inflación

El creciente número de países de mercados emergentes que han adoptado el esquema de metas explícitas de inflación sugiere que dicho esquema ofrece ventajas con respecto a las anclas monetarias y cambiarias. En primer término, el citado esquema ayuda a alejar la atención del público de las políticas intervencionistas de corto plazo, enfocándolo más en una inflación baja y estable, que sirva como base para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico sostenible. En segundo término, el esquema mejora enormemente la responsabilidad y disciplina de la política monetaria, así como de la política fiscal. En



tercer término, un régimen de metas explícitas de inflación bien establecido le ofrece al banco central posibilidades de responder ante fenómenos de corto plazo, comprometiendo menos su credibilidad de largo plazo en el combate contra la inflación. Por último, el esquema pone en evidencia la necesidad de la reforma institucional del banco central y también a dar ímpetu a las reformas estructurales en general, sobre todo en el contexto de un proceso de reducción gradual de la inflación.

Cabe indicar que los factores esenciales para consolidar el esquema de metas explícitas de inflación en el país requiere:

- Una sólida situación fiscal y una firme estabilidad macroeconómica;
- Un mecanismo de transmisión aceptablemente comprendido entre los instrumentos de política monetaria y la inflación;
- Una metodología aceptada para elaborar previsiones de inflación;
- Políticas transparentes para reforzar la rendición de cuentas y la credibilidad; y,
- Un sistema estadístico congruente con las mejores prácticas internacionales de compilación.

Naturalmente, varios de los factores citados, sobre todo una sólida situación fiscal, son necesarios para una política monetaria acertada no importando cuál sea el objetivo global de la política económica, pero tampoco deben considerarse como requisitos únicos para avanzar en el proceso de implementación del esquema de metas explícitas de inflación.



B. La consolidación de las finanzas públicas, sustentada en el Pacto Fiscal

En una economía que busca la estabilidad macroeconómica en el largo plazo, los agentes económicos tienen la obligación de contribuir a financiar las funciones del Estado y éste de proveer bienes y servicios públicos para velar por el bien común y aumentar el bienestar de la sociedad. De acuerdo con lo anterior, el Estado establece una serie de tributos cuyo uso y destino tienen derecho de conocer los ciudadanos.

Cabe indicar que los deberes y obligaciones no siempre son claros o ejercitados por ambas partes, razón por la cual el Pacto Fiscal en Guatemala reviste especial importancia, ya que a partir del mismo se involucra a los agentes económicos ciudadanos en la discusión sobre el tipo de sociedad que se desea construir, el papel que debe jugar el Estado y el monto de los recursos para que éste cumpla sus funciones.

En el contexto descrito, la solidez de las finanzas públicas es fundamental para que, por una parte, sirva de apoyo permanente a la gestión de la política monetaria y, por la otra, que el Estado pueda enfrentar los retos del desarrollo del país. Dicha solidez sólo puede garantizarse a partir de la aplicación de un sistema tributario que provea los recursos suficientes de una manera estable y sostenible para que, por un lado, se cumpla con las obligaciones constitucionales y con los Acuerdos de Paz y, por el otro, se reduzca, en el mediano plazo, el déficit fiscal de manera gradual, en beneficio de la estabilidad macroeconómica, pero fundamentalmente de la gestión de la política monetaria, enfocadas, como se indicó, en la estabilidad del nivel general de precios.

C. La ausencia de choques externos de gran magnitud

El proceso de reducción de la inflación planteado, aun cuando requiere, como se indicó, de la



consolidación tanto del esquema de metas explícitas de inflación como de la consolidación de las finanzas públicas, supone la ausencia de choques externos de magnitud considerable tales como el reciente aumento persistente del precio internacional del petróleo, que afectó el índice de precios al consumidor y la tormenta tropical *Stan*, que aun cuando las evaluaciones efectuadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) señalan que los daños y pérdidas se centraron principalmente en los sectores sociales, demanda un proceso de reconstrucción con recursos de las finanzas públicas del país. Estos dos choques ilustran, por ejemplo, que tanto la política monetaria como la fiscal deben introducir ajustes que, en el corto plazo, pueden retardar el avance en la trayectoria que le corresponde a ambas políticas para cumplir con sus objetivos.

III. PRINCIPALES SUPUESTOS DE UN ESCENARIO COMPATIBLE CON EL PROCESO DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN

A continuación se presenta un escenario que resulta compatible con el proceso de reducción de la inflación. Dicho escenario ilustra la probable trayectoria de algunas variables macroeconómicas claves en una trayectoria de mediano plazo para los principales sectores de la economía del país.

PRINCIPALES SUPUESTOS DE UN ESCENARIO COMPATIBLE CON EL PROCESO DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN						
AÑO	SECTOR FISCAL	SECTOR REAL	SECTOR MONETARIO	SECTOR EXTERNO		
	% del PIB	%	Consolidación del esquema de metas explícitas de inflación	RIN como meses de importación de bienes	% del PIB	%
	Déficit Fiscal ^{1/}	Crecimiento PIB		Déficit en cta. cte.	Crecimiento PIB Estados Unidos	
2006	-2.5 ^{2/}	4.4		4.4	3.9	3.3
2007	-1.6 ^{2/}	4.7		4.4	3.8	3.3
2008	-1.5 ^{2/}	5.1		4.3	3.7	3.3
2009	-1.4	4.9		4.3	3.5	3.1
2010	-1.2	4.7		4.3	3.3	3.1
2011	-1.0	4.6		4.3	3.1	3.1

1/ (-) significa déficit fiscal

2/ Los datos del período 2006-2008 corresponden al Presupuesto Multianual de Ingresos y Egresos del Estado.



A. En el sector monetario

- Se supone la consolidación del régimen de Metas Explícitas de Inflación.

B. En el sector fiscal

- Se supone el cumplimiento del Pacto Fiscal.

1. Principio de equilibrio entre los ingresos y egresos del Estado.

- ☞ Compromiso: que el déficit fiscal se sitúe alrededor de 1% anual del PIB.

- ☞ El equilibrio entre los ingresos y gastos es uno de los factores fundamentales para asegurar la estabilidad y el crecimiento económico. El balance fiscal debe ser el resultado de un adecuado manejo entre los ingresos tributarios y el gasto público dentro de una visión de mediano y largo plazos.

2. Principio de estabilidad y certeza.

- ☞ Compromiso: elevar la carga tributaria al 12% del PIB.

- ☞ La estabilidad de las reglas tributarias reduce los riesgos de cambios imprevistos o arbitrarios, permitiendo que los contribuyentes puedan prever el monto de sus obligaciones futuras y que el Estado pueda prever el flujo de impuestos por pagar, con lo que aumenta la eficiencia y efectividad de las medidas recaudatorias.

Todo lo anterior permitiría elevar el gasto social, a manera de cumplir gradualmente con los compromisos de los Acuerdos de Paz, manteniendo a la vez la estabilidad macroeconómica.



C. En el sector real

- a) Mantenimiento de la disciplina macroeconómica;
- b) Consolidación gradual de la implementación del Tratado de Libre Comercio de Centroamérica – Estados Unidos de América; y,
- c) Estabilidad en la demanda externa.

D. En el sector externo

- a) Déficit en Cuenta Corriente: reducción gradual, consistente con el aumento de las exportaciones como consecuencia de la implementación del TLC-CAUSA;
- b) Cuenta de Capital y Financiera: estabilidad por el aumento de la Inversión Extranjera Directa, asociado a un mejor clima de negocios y a la consolidación de reformas estructurales; y,
- c) Nivel de Reservas Monetarias Internacionales: mantenimiento de la solidez de la posición externa del país.

JUNTA MONETARIA

RESOLUCIÓN JM-185-2005

Inserta en el Punto Primero del Acta 57-2005, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 27 de diciembre de 2005.

PUNTO PRIMERO: Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a noviembre de 2005 y propuesta para 2006.

RESOLUCIÓN JM-185-2005. Conocido el Dictamen CT 4/2005 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en el que se presenta la evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2005, y la propuesta de la política para 2006; y, **CONSIDERANDO:** Que esta Junta estimó pertinente expresar su criterio sobre la importancia de asegurar condiciones que favorezcan la estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos, mediante la adopción de una orientación de política económica que en los campos fiscal y comercial respalden y complementen un proceso sostenido de reducción de la inflación que viabilice su convergencia hacia niveles inflacionarios similares a los prevaletentes en países de mayor desarrollo; **CONSIDERANDO:** Que el esquema monetario de metas explícitas de inflación constituye un marco de referencia para que la política monetaria alcance en forma eficaz la estabilidad en el nivel general de precios, en un ambiente de flexibilidad cambiaria, por lo que esta Junta estima que es procedente continuar con el proceso de transición hacia el referido esquema; **CONSIDERANDO:** Que en un régimen de metas explícitas de inflación, las metas de inflación de mediano y largo plazos tienen el propósito primordial de constituir el ancla nominal de la política monetaria y, como tal, orientar en forma efectiva tanto las acciones de política monetaria como las expectativas de los agentes económicos; **CONSIDERANDO:** Que la convergencia gradual hacia niveles inflacionarios similares a los de economías industrializadas requiere que las metas de inflación que se anuncien sean creíbles y realistas, para lo cual es imprescindible un ambiente favorable que, entre otros aspectos, privilegie: a) La consolidación de las finanzas públicas en cumplimiento del Pacto Fiscal; b) Continuar avanzando en la generación de un clima propicio para un crecimiento más dinámico de la actividad productiva, mediante el fortalecimiento y profundización de los tratados de libre comercio, el mejoramiento de la competitividad y una mayor participación de la pequeña y mediana empresas en esos procesos; y, c) El mantenimiento de la disciplina macroeconómica que propicie la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, la estabilidad de los flujos de capital hacia el país y el mantenimiento de una posición externa favorable; **CONSIDERANDO:** Que en 2005 el predominio de los factores adversos para la efectividad de la política monetaria, en especial el impacto de la inflación importada derivada del *shock* de los precios internacionales del petróleo, fue determinante para que la inflación se mantuviera muy cercana al nivel registrado a finales de 2004, ubicándose por arriba de la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada para 2005, dado que el ritmo inflacionario, a noviembre de 2005, se ubicó en 9.25%, correspondiéndole 2.52 puntos porcentuales a la inflación importada y 6.73 puntos porcentuales a la inflación doméstica, esta última asociada, en parte, a excedentes de liquidez primaria; **CONSIDERANDO:** Que en octubre el país fue afectado por la tormenta tropical *Stan*, la cual ocasionó la escasez de algunos productos agrícolas y la interrupción temporal de la distribución de los productos, lo que incrementó la inflación en dicho mes en 1.01 puntos porcentuales, alza que aunque se revirtió parcialmente en noviembre, afectó adversamente las expectativas de los agentes económicos respecto de la contención de la inflación futura; **CONSIDERANDO:** Que en presencia de los fenómenos descritos se evidenció la necesidad de tomar acciones de política monetaria orientadas a abatir las expectativas inflacionarias observadas; **CONSIDERANDO:** Que debido a la naturaleza exógena y temporal de la inflación importada, y a fin de mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, la gestión monetaria debió ejecutarse con especial prudencia teniendo en cuenta, por un lado, que si bien la actividad económica se ha venido recuperando, su ritmo de crecimiento aún es insuficiente para contribuir efectivamente al objetivo de desarrollo del país y, por el otro, que en la mayor parte del año se registró un comportamiento del tipo de cambio nominal hacia la apreciación, que generó volatilidad en dicha variable, por lo que el Banco Central participó en el mercado de divisas a efecto de moderar su comportamiento; **CONSIDERANDO:** Que si bien se estima que el ritmo inflacionario a diciembre de 2005 se ubique alrededor de 9.2% debido, principalmente, al *shock* de los precios internacionales del petróleo que se observó durante el año, se considera que durante 2006, dado el ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos de América y en la República Popular China, y en presencia de estabilidad de la oferta del crudo, los precios internacionales del petróleo se mantendrán en niveles cercanos a los observados actualmente, por lo que, tomando en cuenta las proyecciones del comportamiento del precio del crudo en el mercado de futuros, se espera que para 2006 el ritmo inflacionario se estaría desacelerando respecto de los niveles observados en 2005; **CONSIDERANDO:** Que para cumplir en 2006 con su objetivo fundamental, la política monetaria en el orden interno deberá orientarse a los

aspectos siguientes: i) la continuación de la coordinación con la política financiera del Estado, en el marco del cumplimiento de las metas fiscales determinadas para 2006; y, ii) la consolidación de la implementación de la legislación financiera; **CONSIDERANDO:** Que para cumplir en 2006 con su objetivo fundamental, la política monetaria en el orden externo deberá contemplar la persistencia de diversos fenómenos económicos que podrían incidir en su efectividad, tales como: a) el ajuste del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América; b) los flujos de capital y la política monetaria de los Estados Unidos de América; c) la evolución del precio internacional del petróleo; y, d) la evolución del crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China; **CONSIDERANDO:** Que de conformidad con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado, aprobado por el Congreso de la República, el déficit fiscal para 2006 podría alcanzar un 2.5% del Producto Interno Bruto, lo que hace necesario fortalecer más los esfuerzos de coordinación de las políticas fiscal y monetaria, por medio del Grupo de Trabajo Banco de Guatemala – Ministerio de Finanzas Públicas, con el fin de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal cumplir con sus objetivos; **CONSIDERANDO:** Que una política monetaria disciplinada, debidamente apoyada por la política fiscal, permitirá mantener la estabilidad en el nivel general de precios, teniendo presente que los procesos de saneamiento y transparencia de las finanzas públicas y la consecución de una posición externa sostenible son factores que favorecen las expectativas positivas de los agentes económicos con relación al futuro desempeño de la economía guatemalteca en el mediano y largo plazos; **CONSIDERANDO:** Que la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 presentada a esta Junta contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación, lo cual permitirá continuar consolidando la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras; **CONSIDERANDO:** Que en el régimen cambiario vigente, el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado, lo cual es consistente con el esquema monetario de metas explícitas de inflación; pero que, no obstante las medidas que durante 2005 se adoptaron para moderar la volatilidad del tipo de cambio, aún es preciso aumentar la certidumbre de los agentes económicos en cuanto a la participación del Banco Central en el referido mercado, por lo que se requiere perfeccionar el régimen cambiario flexible mediante la determinación de reglas explícitas que orienten su participación a minimizar dicha volatilidad sin afectar su tendencia; **CONSIDERANDO:** Que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos de Guatemala permanece en niveles relativamente elevados en comparación con el tamaño de la economía, por lo que es fundamental que se continúe impulsando una política monetaria disciplinada que, con el necesario apoyo de la política fiscal, y en coordinación con una política económica integral, permita no sólo fortalecer la capacidad del país para absorber *shocks* externos, sino que también sienta las bases para lograr un crecimiento económico más dinámico y sostenible;

POR TANTO:

Con base en lo considerado, en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala, 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, así como tomando en cuenta el Dictamen CT 4/2005 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, y en opinión de sus miembros,

LA JUNTA MONETARIA RESUELVE:

- I. TENER POR EVALUADA LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DE 2005.**
- II. DETERMINAR LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2006, DE LA MANERA SIGUIENTE:**
 - A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA**
 - 1. Objetivo fundamental**

Congruente con la misión que le corresponde al Banco de Guatemala, el objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 es crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

En apoyo al logro del objetivo fundamental, y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación doméstica converja hacia los niveles observados en las economías industrializadas, la aplicación de la política monetaria debe ser complementada por acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación del equilibrio fiscal, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.

2. Meta de política

Para diciembre de 2006 el ritmo inflacionario, medido por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC-, deberá ubicarse en 6% +/- 1 punto porcentual y para diciembre de 2007 dicho ritmo deberá ubicarse en 5% +/- 1 punto porcentual.

B. VARIABLES INDICATIVAS

Con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se está logrando la meta, así como con el fin de detectar oportunamente los efectos que eventos exógenos puedan tener sobre los mercados financieros y actuar, en consecuencia, de forma oportuna, se dará seguimiento a las variables indicativas siguientes:

1. Inflación Esperada

Se dará seguimiento a la meta de inflación fijada para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007, comparándola con el ritmo inflacionario interanual proyectado para esos mismos meses.

Además, se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente esperado (tanto para diciembre de 2006 como para diciembre de 2007), para cuyo cálculo se excluyen del IPC los rubros que tienen una elevada variabilidad que no es explicada por razones monetarias.

2. Tasas de Interés

Para 2006, con el fin de buscar que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa parámetro (Tasa Taylor ajustada), comparándola tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria, hasta 91 días. Asimismo, a fin de evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se continuará dando seguimiento a la tasa de interés pasiva de paridad, la cual se comparará con un margen de fluctuación de una desviación estándar.

3. Emisión Monetaria

Conforme al programa monetario para 2006 (Anexo 1), se estima que la demanda de emisión monetaria crezca alrededor del 10% respecto al nivel estimado de cierre en el programa monetario de 2005, compatible con una tasa esperada de crecimiento del Producto Interno Bruto, en términos reales, de alrededor de 4.4% y con la meta de inflación de 6%.

4. Medios de Pago

Congruente con la estimación del crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, se estima que los medios de pago totales (M2) crecerán entre 13% y 15%, en términos interanuales.

5. Crédito Bancario al Sector Privado

Consistente con el crecimiento de los medios de pago, se espera que el crecimiento del crédito bancario total al sector privado alcance entre 16% y 18%, en términos interanuales.

6. Expectativas de Inflación de Analistas Privados

Las expectativas acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía pueden, en determinadas circunstancias, influir sobre la tendencia de la tasa de inflación que finalmente se observe en el período, por lo cual se deberá dar seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados.

7. Expectativas Implícitas de Inflación

El cálculo de las expectativas implícitas de inflación constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de los agentes

económicos, y se obtiene de estimar la brecha entre la tasa de interés de largo plazo y la tasa de interés de corto plazo, bajo la premisa de que la tasa de interés de largo plazo contiene información sobre la inflación esperada por los agentes económicos. En ese sentido, el seguimiento de la referida variable complementará la medición de las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual es fundamental en un esquema de metas explícitas de inflación.

8. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

Se dará seguimiento al Índice de Condiciones Monetarias, que mide la interrelación entre los cambios en la tasa de interés y el tipo de cambio nominal respecto a una fecha en el tiempo. Para su seguimiento, se establecerá un corredor cuyo punto central será el valor del ICM para 2000 (año base) y sus valores superior e inferior estarán ubicados en (+/-) 0.8 puntos porcentuales, respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del indicado corredor se interpretará como la presencia de una política monetaria restrictiva en relación a la base, en tanto que un valor inferior al del corredor se interpretará como la presencia de una política expansiva respecto a dicha base.

C. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

1. Principios para participar en el mercado

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

a) Coordinación con la política fiscal

A fin de consolidar la eficiencia y credibilidad de la política macroeconómica, es preciso seguir fortaleciendo la coordinación institucional mediante el Grupo de Trabajo Banco de Guatemala - Ministerio de Finanzas Públicas, constituido desde 2002 por ambos entes, a fin de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal cumplir con sus objetivos en materia de estabilidad macroeconómica. En particular, se deberán coordinar las condiciones en que se emitirán los Bonos del Tesoro que, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 9 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se incluyeron en el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2006, a efecto de que puedan utilizarse efectivamente en apoyo de la política monetaria.

b) Las operaciones de estabilización monetaria se deberán realizar en condiciones de mercado

El esquema monetario de metas explícitas de inflación requiere de un marco operacional basado en la realización de operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado que no sólo motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos, sino que, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos, a fin de que el Banco Central envíe señales claras y explícitas al mercado monetario sobre la orientación de su política, así como recibir de éste aquella información que le permita disponer de elementos adicionales para la toma de decisiones.

Para ello, las operaciones de estabilización monetaria se realizarán conforme el marco siguiente, consistente con el esquema de metas explícitas de inflación:

i) Continuar utilizando como tasa de interés líder de la política monetaria para las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo la correspondiente a las operaciones a siete días-plazo. Las operaciones estarán orientadas a influir las condiciones y expectativas del mercado, con el fin de lograr la meta inflacionaria. Las decisiones en materia de determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria serán adoptadas por la Junta Monetaria, con base en el análisis que para el efecto realizará el Comité de Ejecución, en función del Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria y del seguimiento de las variables indicativas de dicha política. Con el propósito de que los mercados se adapten adecuadamente a dichas decisiones y, con ello, aumente la eficacia de la transmisión de la política monetaria, la Junta Monetaria decidirá una vez al mes sobre los cambios en la tasa de interés líder de la política monetaria de conformidad con un calendario anual de reuniones, el cual se anexa a la presente resolución (Anexo 2); después de cada decisión, y con rezago de un mes, se hará público un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria haya tomado en cuenta, conforme lo preceptuado en el artículo 63 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

ii) **Continuar con la recepción de depósitos a plazos superiores a siete días, a tasas de interés que serán determinadas por el mercado.** Tomando en cuenta la importancia de que en un esquema de metas explícitas de inflación el Banco Central exhiba, en el mediano plazo, una posición neutral frente al mercado de dinero, se realizarán operaciones de estabilización monetaria a plazos de hasta dos años y, cuando las condiciones del mercado lo aconsejen, también podrán realizarse dichas operaciones a plazos mayores de dos años. En el caso de las operaciones que se realicen mediante licitaciones, las tasas de interés serán el resultado de las posturas más bajas de cada plazo en cada licitación.

iii) **Velar por la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo, sin menoscabo del logro del objetivo de estabilidad de precios.** Se velará porque las tasas de corto plazo (representadas principalmente por las tasas en el mercado de reportos) no fluctúen de forma abrupta, para lo cual el Banco Central podrá participar -en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero o en las Bolsas de Valores- inyectando o retirando liquidez en el momento en que se observe volatilidad en dicho mercado.

iv) **Proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria,** consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, particularmente en los aspectos siguientes:

- **Expedición de Certificados de Depósito a Plazo por fecha de vencimiento.** El Banco de Guatemala podrá expedir Certificados de Depósito a Plazo, concentrados en determinadas fechas de vencimiento.
- **Transferencia de titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo en custodia en el Banco de Guatemala.** En el primer trimestre de 2006 se realizarán las acciones necesarias tendentes a lo siguiente: a) Que los Certificados de Depósito a Plazo puedan ser registrados en custodia en el Banco Central; b) Que se permita el cambio de la titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala; y, c) Que los Certificados de Depósito a Plazo expedidos físicamente, que se encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

c) **Flexibilidad cambiaria**

Con el propósito de aumentar la eficiencia de los mecanismos mediante los cuales el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario, se introducirán modificaciones de forma gradual a los mismos, en función del cumplimiento de los siguientes principios que permitan que el sistema cambiario flexible:

- i) Sea consistente con un esquema monetario de metas explícitas de inflación;
- ii) Se base en reglas explícitas, transparentes y comprensibles para los mercados;
- iii) Elimine la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala; y,
- iv) Minimice la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia.

Para el efecto, el Banco de Guatemala deberá participar en el Mercado Institucional de Divisas observando el procedimiento aprobado por la Junta Monetaria.

Asimismo, el Banco de Guatemala podrá participar en el mercado cambiario con el estricto propósito de adquirir las divisas que requieran el propio Banco, el gobierno central y otros entes del sector público, en condiciones de mercado, a efecto de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.

2. **Instrumentos para mantener la estabilidad macro-financiera**

a) **Operaciones de estabilización monetaria**

Para 2006 las operaciones de estabilización monetaria, para inyectar y retirar liquidez, se llevarán a cabo de acuerdo a los principios de participación indicados en el apartado II.C.1.b) de la presente resolución.

b) **Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América**

En 2006 el Banco de Guatemala dispondrá del instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la captación de

depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio, de conformidad con lo establecido en la resolución JM-99-2004 del 8 de septiembre de 2004.

Los montos a captar y los plazos de las operaciones propuestas serán determinados por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en función de la evolución del mercado cambiario.

c) **Encaje bancario**

Se mantiene vigente la tasa de encaje bancario en 14.6%.

d) **Prestamista de última instancia**

La asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme a lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y en la resolución JM-50-2005 del 2 de marzo del presente año, se orientará únicamente a solventar deficiencias temporales de liquidez.

3. **Medidas para apoyar la efectividad de la política monetaria**

a) **Continuar con la modernización del sistema de pagos**

Poner en funcionamiento el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, y continuar con la adopción de las acciones contenidas en la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos, aprobada por la Junta Monetaria en resolución JM-140-2004 del 17 de noviembre de 2004.

b) **Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala**

Para continuar con el fortalecimiento de la transparencia y de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central, éste cumplirá oportunamente con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidos en su ley orgánica y en otras disposiciones de la Junta Monetaria, conforme al Anexo 3 de la presente resolución.

c) **Mejoramiento del sistema estadístico nacional**

El Banco de Guatemala deberá continuar con el proceso de adopción de los manuales y metodologías actualizados en materia de Cuentas Nacionales, Balanza de Pagos y Cuentas Monetarias.

Se reitera el apoyo al Organismo Ejecutivo en sus esfuerzos para la consolidación del Sistema Estadístico Nacional, la que permitirá contar con estadísticas eficientes, veraces y oportunas que faciliten la toma de decisiones.

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE OPONGAN A LAS CONTENIDAS EN LA PRESENTE RESOLUCIÓN.

IV. AUTORIZAR A LA SECRETARÍA DE ESTA JUNTA PARA QUE PUBLIQUE LA PRESENTE RESOLUCIÓN, LA QUE ENTRARÁ EN VIGENCIA EL 1 DE ENERO DE 2006.




Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

**ANEXO 1
PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2006
En millones de Q.**

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	6535	6950	7034	7786	28304
Egresos	8404	7225	9293	9820	34742
Corrientes	5415	5229	6454	6234	23332
Capital	2989	1996	2839	3587	11410
Déficit (% del PIB)	1870	275	2259	2035	6438 2.5
Financiamiento Externo NETO	2568	109	37	41	2754
Financiamiento Interno NETO	222	428	969	984	2603
Variación de Caja	-920	-263	1254	1009	1080
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Internacionales Netas RIN US\$	2078	-15	-453	-210	1400
260	260	-2	-57	-26	175
II. Activos Internos Netos	2804	727	1729	1257	6517
1. Gobierno Central	-920	-263	1254	1009	1080
2. Resto del Sector Público	-227	-100	-389	-191	-907
3. Posición con bancos	325	41	-90	-1074	-798
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	325	41	-90	-1074	-798
4. Otros Activos Netos	135	-192	142	429	514
Gastos y productos	158	16	66	50	290
Otros	-23	-208	75	379	223
5. Vencimientos de OEMs	3491	1240	814	1084	6628
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	4882	712	1277	1047	7917
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-913	448	-98	1959	1397
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-5795	-264	-1374	913	-6520
D. COLOCACIÓN DE OEMs	5795	264	1374	-913	6520
E. COLOCACIONES NETAS (-) OEMs	-2304	977	-561	1996	108

**ANEXO 2
CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE
LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ POSICIÓN RESPECTO
DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA
POLÍTICA MONETARIA PARA 2006**

SESIÓN	DÍA
Enero	25
Febrero	22
Marzo	22
Abril	26
Mayo	24
Junio	21
Julio	26
Agosto	23
Septiembre	27
Octubre	25
Noviembre	22
Diciembre	27

**ANEXO 3
CALENDARIO PARA LA PRESENTACIÓN DE TEMAS ESTRATÉGICOS DEL BANCO DE GUATEMALA
A LA JUNTA MONETARIA DURANTE 2006**

No.	TEMA	ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
		1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena	1a. quincena	2a. quincena
1	Evaluaciones																								
	a) De la Ejecución de la Política Monetaria								X						X										X
	b) Informe de Política Monetaria	X													X										
2	Propuesta de Política Monetaria																								X
3	Memoria de Labores, año previo								X																
4	Estudio de la Economía Nacional										X														
5	Estados Financieros Anuales, año previo	X																							
6	Informe de Auditoría Externa					X																			
	Informes																								
	a) Mensual de operaciones	X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X	
	b) De Operaciones del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria	X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X	
	c) Mensual sobre Ejecución Presupuestaria	X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X	
8	Estados Financieros del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)	X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X		X	
9	Informe Trimestral de Operaciones del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)	X							X					X							X				
10	Política de Inversiones del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)																								X
11	Presupuesto de Gastos del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA)																								X
	Informes																								
	a) Financiero de las RMI	X							X					X							X				
	b) De Análisis de Riesgo de las RMI	X							X					X							X				
	c) De Control y Supervisión de las RMI	X							X					X							X				
13	Revisión de la Política de Inversiones de las RMI																								X
14	Proyecto de Presupuesto Anual																								X
15	Revisión Analítica del Presupuesto								X					X							X				X