

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT- 4/2007**



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A
NOVIEMBRE DE 2007**

Guatemala, diciembre de 2007

ÍNDICE
**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2007**

I.	RESUMEN EJECUTIVO	1
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	3
A.	SECTOR EXTERNO	3
	1. La economía mundial en 2007	3
	2. Evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo	12
	3. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2007	21
	a) Cuenta corriente	21
	b) Cuenta de capital y financiera	25
	4. Reservas monetarias internacionales netas	30
	5. Tipo de cambio nominal	32
B.	SECTOR REAL	33
	1. Aspectos generales	33
	2. Producto interno bruto medido por el origen de la producción	37
	3. Producto interno bruto medido por el destino del gasto	43
C.	SECTOR FISCAL	44
	1. Análisis de la ejecución presupuestaria	44
	2. Deuda pública	51
	a) Interna	51
	b) Externa	53
	3. Estimación de cierre para diciembre de 2007	54
D.	SECTOR FINANCIERO	54
	1. Liquidez bancaria	54
	a) En moneda nacional	54
	b) En moneda extranjera	56

2. Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	58
a) Captaciones	58
b) Crédito al sector privado	59
III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	61
A. META DE INFLACIÓN	61
1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-	61
2. Inflación subyacente	65
3. Inflación importada	66
4. Proyección econométrica de inflación para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008	67
5. Pronósticos de mediano plazo, Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-	68
a) Diagrama de abanico	68
b) Balance de riesgos	69
B. TASAS DE INTERÉS	70
1. De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEM-	70
a) En moneda nacional	70
b) En moneda extranjera	78
2. Tasa de interés parámetro	79
3. Tasa de interés de paridad	80
4. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	82
a) En moneda nacional	82
b) En moneda extranjera	84
C. ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA	85
1. Monetización externa	86
2. Activos Internos Netos -AIN-	87

a)	Posición con el sector público	87
b)	Posición con bancos y financieras	87
c)	Resultado operativo de gastos y productos	88
d)	Operaciones de estabilización monetaria	88
e)	Estimación del cierre del programa monetario para diciembre de 2007	89
D.	LIQUIDEZ PRIMARIA	91
1.	Emisión monetaria	91
2.	Base monetaria amplia	94
E.	MEDIOS DE PAGO TOTALES	96
F.	CRÉDITO DE LOS BANCOS AL SECTOR PRIVADO	98
1.	Tasa de crecimiento	98
2.	Cartera crediticia por actividad económica	102
a)	Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros	103
b)	Crédito concedido para el comercio	104
c)	Crédito concedido para la construcción	105
d)	Crédito concedido para la industria manufacturera	106
3.	Calidad de la cartera crediticia	107
4.	Estimación econométrica de la demanda de crédito bancario al sector privado	109
G.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	110
H.	EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	112
I.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	113
J.	AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO	116
1.	Avances en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras	116
2.	Avances en la implementación del V Manual de Balanza de Pagos	118
3.	Implementación de las Cuentas Nacionales Trimestrales	118

IV.	AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	119
A.	COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- POR FECHA DE VENCIMIENTO	119
B.	TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	120
V.	ASPECTOS EVALUATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	120
	ANEXOS	126

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2007

I. RESUMEN EJECUTIVO

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 emitida el 28 de diciembre de 2006, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, en la que se estableció una meta de inflación de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2007 y de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2008.

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

A noviembre de 2007, el ritmo inflacionario se ubicó en 9.13%, porcentaje superior en 4.73 puntos porcentuales al observado en el mismo mes de 2006 (4.40%) y en 3.34 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2006 (5.79%).

Cabe señalar que en presencia de choques de oferta asociados a incrementos en los precios del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo, así como de factores de demanda vinculados a excedentes de liquidez primaria, se consideró prudente tomar medidas de ajuste por la vía monetaria con el propósito de moderar las expectativas inflacionarias, razón por la cual la Junta Monetaria resolvió aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria en cinco ocasiones: el 28 de marzo de 5.00% a 5.25%, el 25 de abril de 5.25% a 5.50%, el 26 de septiembre de 5.50% a 5.75%, el 31 de octubre de 5.75% a 6.00% y el 29 de noviembre de 6.00% a 6.25%. Cabe hacer notar que en los primeros meses del año la Junta Monetaria, en un marco de prudencia y gradualidad, decidió no modificar el nivel de la tasa de interés líder, sino que dispuso privilegiar el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero,



tomando en consideración la coyuntura experimentada en el mismo, como consecuencia de la suspensión de operaciones de una entidad bancaria.

Los referidos ajustes persiguieron moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, así como afianzar la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto que reviste especial importancia para el cumplimiento de la meta de inflación en 2007 y en 2008.

Por último, se considera importante destacar el comportamiento favorable de las principales variables e indicadores macroeconómicos siguientes: a) el nivel de reservas monetarias internacionales mostró un importante aumento, el cual se asocia principalmente a desembolsos de empréstitos del sector público con el exterior; b) el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, mostrando un comportamiento, en general, consistente con su estacionalidad; por lo que en el transcurso del año el Banco Central no ha participado en el mercado cambiario; c) el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo en términos absolutos y en términos del PIB, derivado, principalmente, del crecimiento récord en las exportaciones de bienes y servicios y del aumento sostenido de las remesas familiares; d) la evolución de la actividad económica medida por el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- mostró un comportamiento más dinámico que el registrado en los primeros diez meses de 2006, siendo la variación interanual a octubre la más alta de los últimos once años; e) el crédito bancario al sector privado siguió mostrando tasas de crecimiento interanuales por encima del límite superior del corredor programado, aunque en menor intensidad al registrado el año anterior; f) las tasas de interés tanto de corto como de largo plazos mostraron un comportamiento estable, no obstante la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema, uno en octubre de 2006 y otro en enero de 2007; y, g) el riesgo soberano de acuerdo con las principales calificadoras internacionales de riesgo ha mostrado una evolución favorable, asociada al desempeño macroeconómico del país.



II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial en 2007

Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-¹, se espera que la solidez del crecimiento mostrado por la economía mundial en el primer semestre de 2007 continúe, aunque con una leve reducción, durante el resto del año. Dicho organismo prevé para 2007 un crecimiento de la actividad económica global de 5.2% (5.4% en 2006), sustentado, fundamentalmente, en la fortaleza del crecimiento económico de la República Popular China, de India y de Rusia, en tanto que en los Estados Unidos de América, en Japón y en el área del euro, se espera una reducción del dinamismo económico.

Es importante mencionar que en 2007 los aumentos de los precios de la energía y de los alimentos han generado presiones inflacionarias, especialmente en las economías con mercados emergentes y en los países en desarrollo, mientras que en las economías avanzadas se espera que la inflación experimente una leve reducción. Sobre el particular, el FMI prevé que para 2007, la inflación en las economías con mercados emergentes y en los países en desarrollo se sitúe en 5.9% (5.1% en 2006) y en las economías avanzadas en 2.1% (2.3% en 2006). Por otra parte, el precio internacional del petróleo continúa elevado, debido a la fortaleza de la demanda mundial del crudo, así como a los problemas políticos que han venido afectando al Oriente Medio.

Dentro del análisis de la economía mundial para 2007, el FMI proyecta que la economía de los Estados Unidos de América crezca 1.9% (2.9% en 2006). El menor dinamismo de la economía estadounidense ha sido propiciado, fundamentalmente, por el debilitamiento de la demanda interna, dado que el consumo ha sido afectado negativamente, entre otros, por el aumento del precio de las gasolinas. Asimismo, la inversión residencial, el mercado de vivienda y la inversión en inventarios, han experimentado una reducción. Además, los problemas financieros que han afectado a esta economía han incidido negativamente en la confianza de los agentes

¹ IMF. World Economic Outlook. October 2007.



económicos. En contraste, la fortaleza de la demanda externa (estimulada por la depreciación del dólar estadounidense y por el crecimiento económico de los principales socios comerciales de este país) y el aumento de la producción industrial, son factores que han contribuido positivamente a mantener la actividad productiva de los Estados Unidos de América. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúa siendo el principal desequilibrio en esta economía, ya que para 2007 se prevé en 5.7% del producto interno bruto (6.2% en 2006). La inflación para 2007 se prevé en 2.7%, inferior a la registrada en 2006 (3.2%); dicho pronóstico se asocia, especialmente al menor crecimiento económico previsto.

Para el área del euro el FMI estima un crecimiento de 2.5% para 2007 (2.8% en 2006), sustentado en el aumento de la inversión en maquinaria y equipo, en el incremento de la construcción y en el crecimiento de las exportaciones. La leve reducción del crecimiento económico previsto se debe a la incertidumbre acerca del funcionamiento de los mercados financieros y al menor crecimiento esperado de la economía de los Estados Unidos de América. Por su parte, la inflación para 2007 se estima en 2.0%, levemente inferior a la de 2006 (2.2%).

La economía de Japón, según el FMI, experimentará un crecimiento de 2.0% en 2007 (2.2% en 2006), apoyado en la solidez tanto del consumo interno como de la inversión corporativa. Cabe puntualizar que el aumento de la inversión corporativa ha estado respaldado por el crecimiento de las ganancias en dicho sector. Por otra parte, se espera que para 2007 la tasa de inflación sea cero (0.3% en 2006).

Para las economías emergentes de Asia se prevé un crecimiento de 9.2% en 2007 (9.3% en 2006). Dentro de estas economías, se espera que la República Popular China exceda las expectativas con un crecimiento de 11.5% (11.1% en 2006). El dinamismo de la economía de este país se ha sustentado en el aumento de la inversión y en el incremento de las exportaciones. Por su parte, aunque con una leve desaceleración de la actividad económica, India también presenta un pronóstico de crecimiento económico robusto de 8.9% (9.7% en 2006), el cual se ha fundamentado en la fortaleza de la demanda interna, particularmente de la inversión. Es importante



resaltar que el alto dinamismo económico de estos países se ha sustentado en el aumento de la productividad total de los factores de la producción. Al respecto, cabe señalar que, aunque la productividad del capital viene aumentando debido al progreso tecnológico, el principal elemento que viene impulsando la productividad total es el aumento de la productividad laboral. La mayor productividad laboral, a su vez, ha coadyuvado, no sólo a expandir la capacidad productiva de estas economías y, por ende, a reducir la vulnerabilidad de las mismas a choques exógenos, como el aumento del precio internacional del petróleo, sino que además ha contribuido a mantener bajos los costos laborales unitarios, lo que ha permitido contrarrestar las presiones inflacionarias a que han sido expuestas estas economías, debido a su notable dinamismo económico. En 2007, para este grupo de países se prevé una inflación de 4.9% (3.7% en 2006).

En lo que respecta a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, el FMI proyecta para 2007 una tasa de crecimiento de 8.1% (8.1% en 2006). En lo referente a la tasa de inflación para 2007, dicho organismo estima que la misma se ubique en 5.9% (5.1% en 2006), debido al aumento del precio internacional del petróleo, a la mayor demanda agregada interna y a la insuficiente capacidad productiva, aspectos que han impedido que la oferta responda adecuadamente a la demanda. Sin embargo, las autoridades monetarias de esos países han logrado contener las presiones inflacionarias mediante alzas en sus respectivas tasas de interés de política monetaria.

En cuanto a los países del Hemisferio Occidental², el crecimiento económico para 2007 se estima en 5.0% (5.5% en 2006). Se proyecta que las economías latinoamericanas experimenten, en promedio, un crecimiento de 5.4%. Es importante mencionar que la fortaleza de la demanda agregada interna es el principal factor que ha incidido en el mayor dinamismo económico de la región. Dentro de las economías de este grupo de países, Venezuela experimentará el mayor crecimiento económico en 2007 (8.0%),

² Según el FMI, el "Hemisferio Occidental" incluye: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



mientras que Argentina, Perú y Colombia crecerán 7.5%, 7.0%, y 6.6%, en su orden. Para Centroamérica, el FMI estima un crecimiento económico promedio de 5.4% en 2007 (5.9% en 2006). La inflación para los países del Hemisferio Occidental se prevé en 5.3% (5.4% en 2006), como resultado, particularmente, de la implementación de políticas monetarias que han anclado adecuadamente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Además, la mayoría de estas economías se han fortalecido por la mayor flexibilidad cambiaria, por el incremento en el nivel de reservas monetarias internacionales y por el fortalecimiento de la disciplina fiscal.

En cuanto a los países de Oriente Medio, el FMI proyecta un crecimiento de 5.9% (5.6% en 2006) debido, principalmente, a los incrementos en la producción y en los precios del petróleo, factores que continúan apoyando el crecimiento del PIB. La inflación para este conjunto de países se proyecta en 10.8% (7.5% en 2006).

Para la Comunidad de Estados Independientes³, el FMI proyecta una tasa de crecimiento económico de 7.8% en 2007 (7.7% en 2006). Este dinamismo es resultado tanto de los precios favorables de algunos de sus principales bienes de exportación como de un notable incremento de la productividad. Asimismo, el ingreso de capitales foráneos ha incidido en el fortalecimiento de la demanda agregada interna, especialmente en Rusia y en Ucrania. En lo referente a la tasa de inflación, ésta se espera que se sitúe en 8.9% (9.4% en 2006).

En cuanto a las economías africanas del Sub-Sahara, el FMI pronostica para 2007 un crecimiento económico de 6.1% (5.7% en 2006) respaldado por el sólido desempeño de los países exportadores de petróleo, los cuales han puesto en funcionamiento nuevas plantas de explotación petrolera, así como por las mejoras de los términos de intercambio que se han traducido en un aumento del ingreso interno, lo que a su vez, ha venido fortaleciendo la demanda agregada en estas economías. Para este grupo de países, la inflación en 2007 se estima en 7.6% (7.3% en 2006).

³ Según el FMI, dentro del área de la Comunidad de Estados Independientes -CEI- incluye: Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, República Kirguisa, Moldova, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.



En lo referente al comercio mundial de bienes y servicios, se estima que crecerá 6.6% en 2007 (9.2% en 2006), lo cual es un resultado directo del menor crecimiento económico global.

En lo que concierne al precio internacional del petróleo, debido a que han continuado los problemas políticos en el Oriente Medio y que la demanda se ha mantenido robusta, se estima que el referido precio continúe alto en el resto de 2007. En efecto, según el FMI, las cotizaciones de petróleo en el mercado a futuro indican que su precio se situará, en promedio, por encima de los US\$69.00 por barril en lo que resta de 2007.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
DATOS OBSERVADOS EN 2006 Y ESTIMACIONES PARA 2007
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2006	2007
Economía mundial	5.4	5.2
Economías avanzadas	2.9	2.5
Estados Unidos de América	2.9	1.9
Área del euro	2.8	2.5
Japón	2.2	2.0
Economías emergentes de Asia*	9.3	9.2
República Popular China	11.1	11.5
India	9.7	8.9
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	8.1	8.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.5	5.0
Venezuela	10.3	8.0
Argentina	8.5	7.5
Perú	7.6	7.0
Colombia	6.8	6.6
Centroamérica	5.9	5.4
Oriente Medio	5.6	5.9
Comunidad de Estados Independientes	7.7	7.8
Rusia	6.7	7.0
Europa Central y del Este	6.3	5.8
África	5.6	5.7
Sub-Sahara	5.7	6.1
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	2.3	2.1
Estados Unidos de América	3.2	2.7
Área del euro	2.2	2.0
Japón	0.3	0.0
Economías emergentes de Asia*	3.7	4.9
República Popular China	1.5	4.5
India	6.1	6.2
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	5.1	5.9
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.4	5.3
Venezuela	13.7	18.0
Argentina	10.9	9.5
Perú	2.0	1.5
Colombia	4.3	5.5
Centroamérica	7.0	6.5
Oriente Medio	7.5	10.8
Comunidad de Estados Independientes	9.4	8.9
Rusia	9.7	8.1
Europa Central y del Este	5.0	5.1
África	6.3	6.6
Sub-Sahara	7.3	7.6

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

Fuente: IMF. World Economic Outlook, October 2007.



RECUADRO 1 CRISIS DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

En años recientes, el concepto de liquidez ha sido discutido ampliamente. Por una parte, se aduce que la economía internacional tiene un exceso de liquidez, debido a los factores siguientes: a) se ha observado una caída en la prima de riesgo de muchos activos financieros; b) los precios en los mercados de bienes raíces, de bonos y de acciones han aumentado; c) la tasa real de interés de largo plazo ha permanecido en niveles bajos; y, d) los flujos de capitales han aumentado considerablemente. Por otra parte, otros analistas consideran que el mercado global adolece de la liquidez adecuada, debido a que muchos de los principales bancos centrales del mundo han adoptado políticas monetarias restrictivas, lo que propició que, en agosto de 2007, algunos mercados de dinero se tornaran ilíquidos, con el consiguiente aumento del *spread* de muchos activos financieros riesgosos. Esta iliquidez indujo posteriormente a esos bancos centrales a inyectar liquidez para estabilizar las tasas de interés de corto plazo.

Es importante puntualizar que el análisis de la liquidez en los mercados internacionales se debe sustentar en la identificación de la fuente que genera dicha liquidez. Al respecto, algunos analistas asocian la creación de liquidez a bajas tasas de interés inducidas por políticas monetarias laxas implementadas por los principales bancos centrales del mundo, mientras que otros consideran que la creación de liquidez es propiciada por el aumento de la integración financiera internacional, así como por la mayor innovación y profundización en los principales mercados financieros internacionales. A continuación, se examinan ambos criterios.

Orientación de la política monetaria

El análisis de la orientación de la gestión monetaria, regularmente se basa en la evolución de la tasa de interés que el banco central utiliza como variable de estabilización de la inflación (tasa de interés de política monetaria). En ese sentido, cuando la política monetaria es acomodaticia, dicha tasa es negativa en términos reales. En el caso de los Estados Unidos de América, por ejemplo, desde el primer trimestre de 2003 al tercer trimestre de 2005, la gestión monetaria fue acomodaticia, ya que la tasa de política monetaria fue negativa.

Otro enfoque utilizado para monitorear la orientación de la política monetaria se sustenta en las desviaciones de la tasa de interés nominal de corto plazo respecto a la "regla de Taylor". Esta regla consiste en modificar la tasa de interés líder de política monetaria en función de la meta de la brecha de inflación y de la brecha del producto. Una tasa de interés nominal de corto plazo menor que la tasa Taylor indica que la gestión monetaria es expansiva, tal como sucedió en los Estados Unidos de América en el período comprendido de 2002 a 2006.

Un esquema alternativo consiste en el seguimiento de un agregado monetario global basado en el crecimiento de la base monetaria de los países avanzados. De 2002 a 2004 este indicador aumentó significativamente en esos países, lo que confirma la orientación expansionista mencionada de la política monetaria en ese período. En algunas ocasiones, a este agregado monetario global se le adiciona la acumulación global de reservas monetarias internacionales, ya que ésta acumulación puede ser considerada como una variable indicativa del grado de expansión monetaria en los países con superávit en la balanza de pagos. En este caso, la liquidez internacional ha mostrado un incremento sustancial durante la última década.

Sin embargo, a pesar de que recientemente tanto en los Estados Unidos de América como en la zona del euro la gestión monetaria se ha tornado más restrictiva, las tasas reales de interés de largo plazo de los activos financieros gubernamentales en los países avanzados han permanecido bajas respecto a sus promedios históricos. Cabe puntualizar que, tanto el exceso de ahorro sobre la inversión como los superávits en la balanza de pagos de los países exportadores de petróleo y de los países asiáticos, han contribuido a aumentar los flujos de capitales y, por ende, a mantener bajas las tasas de interés de largo plazo.

Liquidez de los mercados financieros

Los indicadores monetarios citados no incorporan la liquidez generada por la innovación y profundización financiera que se han observado en la última década.

De acuerdo a la teoría monetaria y a la teoría financiera, uno de los principales atributos de un activo financiero es su grado de liquidez. Un activo financiero posee mayor liquidez cuando el costo de convertirlo en efectivo es bajo. El costo de liquidar activos se reduce cuando el tenedor de los mismos puede distribuir en el tiempo su venta, pero para ello debe contar con financiamiento externo, lo cual, a su vez, dependerá de que otros participantes en el mercado puedan y deseen otorgarle financiamiento. Esto implica que el grado de liquidez de un activo financiero no puede ser definido independientemente de la liquidez del mercado en el que se intercambia. Además, la liquidez de un mercado puede reducirse si algunos agentes económicos de ese mercado reevalúan el riesgo de otros participantes, lo cual ha sido puesto de manifiesto recientemente por el hecho de que los principales bancos centrales han inyectado temporalmente grandes cantidades de fondos para apoyar la liquidez en el mercado interbancario.



Cabe puntualizar que la prima de riesgo de un activo financiero, incorpora una prima de riesgo por liquidez. Asimismo, el grado de liquidez de un activo posee un valor y un precio, de manera que cuanto mayor sea la liquidez de un activo, menor será su riesgo, lo que facilita que los inversionistas puedan incorporar activos con mayor riesgo en su portafolio.

Existen tres indicadores básicos de la liquidez en los mercados financieros. El primer indicador es el diferencial del rendimiento entre los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América con plazo a tres meses transados en el mercado secundario respecto al rendimiento de bonos del mismo plazo pero con fecha de emisión más reciente. El segundo indicador se construye con información del mercado accionario y se estima dividiendo los retornos sobre volumen. El numerador es el retorno diario absoluto de dicho mercado, mientras que el denominador se calcula dividiendo el volumen transado en ese mercado sobre la capitalización registrada en el mercado accionario. Este indicador otorga información acerca del volumen de intercambios que pueden ser efectuados sin afectar significativamente los precios y la velocidad con la que los precios fluctúan, como resultado del esparcimiento de las transacciones en el mercado mencionado. Este indicador se utiliza para monitorear la liquidez de los mercados accionarios tanto en países avanzados como en economías con mercados emergentes. El tercer indicador se utiliza para analizar la liquidez en el mercado de bonos y se mide mediante el cociente de eficiencia de mercado, el cual se construye dividiendo la volatilidad de los retornos de los bonos con un horizonte de cinco días sobre la volatilidad diaria multiplicada por el período utilizado en el numerador (cinco días). Este indicador regularmente debería tener un valor de uno, lo que indica que el mercado es estable, debido a que la volatilidad de los precios se disipa rápidamente.

De acuerdo con el FMI, desde la década de los años ochenta la liquidez ha aumentado en el mercado de Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América y en el mercado global de bonos, mientras que el mercado accionario ha experimentado un incremento de liquidez desde mediados de la década de los años noventa. Aunque los indicadores de liquidez mencionados exhiben cierta volatilidad, la misma no está estrechamente relacionada con movimientos en la tasa de interés real de política monetaria de las principales economías del mundo, lo que sugiere una mejora sustancial de los determinantes fundamentales de los mercados financieros indicados; es decir, una reducción de la prima de liquidez que ha incidido en una caída de la prima de riesgo.

Sin embargo, los problemas en el mercado *subprime* que a mediados de agosto afectaron al mercado financiero de los Estados Unidos de América, propiciaron una reducción de la liquidez en los mercados de dinero de varias economías avanzadas y, en ese contexto, los indicadores de liquidez tanto del mercado global de acciones como del de bonos experimentaron una acentuada reducción.

Conclusión

No obstante los eventos mencionados, las tasas de interés de largo plazo y los *spreads* de muchos activos financieros continúan en niveles más bajos respecto de sus promedios históricos, lo que parece no estar relacionado con las políticas monetarias acomodaticias implementadas por los principales bancos centrales del mundo durante la última década, por lo que el aumento de la liquidez global y la reducción de las primas de riesgo pueden haber sido generados por cambios estructurales en los mercados financieros. Estos cambios estructurales han sido propiciados por la globalización e innovación financieras, así como por la mayor integración financiera de las principales economías.

Fuente: IMF. World Economic Outlook. October 2007.



RECUADRO 2 FONDO DE ESTABILIZACIÓN DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL

Durante el período 2001- 2003, la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, con el objeto de incrementar la liquidez en el sistema financiero e incentivar la actividad productiva, la cual experimentaba en esos años una fuerte recesión relajó las condiciones monetarias por medio de la disminución de su tasa de interés objetivo. Los efectos de la política monetaria se manifestaron gradualmente en el mediano plazo a tal grado que en los últimos dos años la economía estadounidense ha registrado altas tasas de crecimiento. Un componente importante en la recuperación económica fue el dinamismo del sector inmobiliario, el cual se benefició de las bajas tasas de interés y de la creación de productos financieros que permitieron diversificar el riesgo crediticio.

Por su parte, el bajo costo de financiamiento aumentó considerablemente la demanda de crédito. Adicionalmente, el aumento de la liquidez disponible para préstamos en poder del sistema financiero generó un relajamiento de los requisitos solicitados por los bancos para el otorgamiento de crédito y un aumento en los montos otorgados en hipotecas de alto riesgo, conocidas como *subprime*, las cuales se refieren a hipotecas destinadas, principalmente, a la adquisición de vivienda por parte de clientes con escaso historial crediticio. Por lo tanto, las mismas conllevan un nivel de riesgo de impago superior al promedio del resto de créditos. Asimismo, la tasa de interés sobre estos créditos es más elevada a que en los préstamos fiduciarios.

Dado que la deuda puede ser objeto de negociación mediante la emisión de bonos o titularizaciones de crédito, las hipotecas *subprime* podían ser retiradas del pasivo del balance de la entidad concesionaria por medio de su transferencia a fondos de inversión o a planes de pensiones. El problema surge cuando el inversor (que puede ser una entidad financiera, un banco o un particular) puede desconocer el verdadero riesgo asumido. En una economía global, en la que los capitales financieros circulan a gran velocidad y cambian de manos con frecuencia y se ofrecen productos financieros altamente sofisticados y automatizados, no todos los inversores conocen la naturaleza última de la operación contratada. El efecto adverso en el otorgamiento de dichos créditos se empezó a evidenciar cuando los poseedores de créditos *subprime* comenzaron a retrasarse en la amortización de su deuda, asociado a la política monetaria restrictiva que estaba impulsando gradualmente la Reserva Federal. Por lo tanto, el nivel de morosidad en los pagos de créditos experimentó un incremento, lo que coadyuvó a la generación de la crisis hipotecaria registrada en 2007, la cual se evidenció mediante el anuncio efectuado por parte de importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión sobre el monto comprometido de sus activos en hipotecas de alto riesgo. Esto provocó una repentina contracción del crédito y un incremento en la volatilidad de los activos bursátiles, lo que a su vez generó una espiral de desconfianza por parte de los inversionistas, así como una drástica caída de las bolsas de valores a nivel mundial.

En el contexto descrito, los principales bancos de los Estados Unidos de América anunciaron un plan para disminuir el impacto de la crisis de las hipotecas *subprime*, por medio de la creación de un mecanismo financiero que restaure la liquidez del mercado de créditos, que incremente la confianza de los agentes económicos y contribuya a reducir el riesgo de quiebra de las instituciones financieras más afectadas. Esta nueva propuesta para recuperar la liquidez en el mercado crediticio, denominada "Mecanismo Principal de Mejoramiento de la Liquidez" (M-LEC, por sus siglas en inglés), consiste en la adquisición, en un plazo determinado, de activos de "alta calidad" que de otra manera no podrían ser colocados en el mercado. Los recursos destinados para dicho programa podrían ascender a US\$75 mil millones.

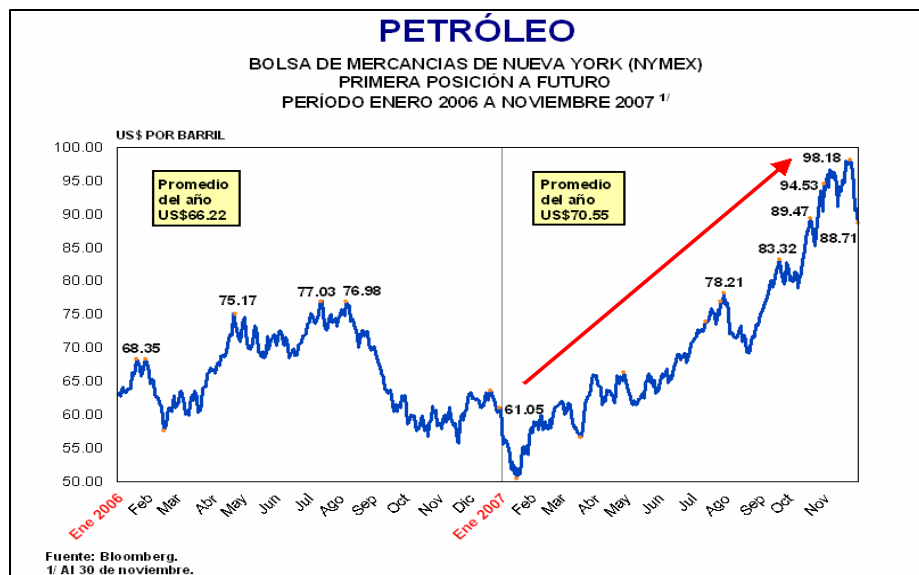
El anuncio realizado por *Citigroup*, *JP Morgan Chase* y *Bank of America*, se produjo el mismo día en que *Citigroup* reportó una fuerte disminución de sus utilidades en el tercer trimestre del presente año, debido a la amortización de títulos con problemas por un monto mayor al previsto. Otras instituciones financieras, como *Merrill Lynch* también han tenido que llevar a cabo amortizaciones sustanciales de este tipo de créditos de baja calidad.

FUENTE: The Wall Street Journal.

2. Evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo

Al 30 de noviembre de 2007, el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$70.55, superior al precio promedio registrado en igual período de 2006 (US\$66.22 por barril). Durante 2007 se registró una tendencia creciente, hasta alcanzar un máximo de US\$98.18 por barril el 23 de noviembre. Es importante puntualizar que la evolución del precio internacional del petróleo durante 2007 ha sido el resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de la especulación en el mercado del crudo. Los factores que destacan son: la producción insuficiente del crudo, la limitada capacidad de refinamiento de petróleo, el crecimiento de la demanda mundial del crudo, las tensiones geopolíticas en las principales áreas productoras de petróleo, la especulación en las bolsas de valores y, la debilidad del dólar estadounidense frente a otras monedas, principalmente al euro.

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



En el contexto descrito, *Global Insight*, empresa dedicada al análisis del mercado de petróleo, en un escenario base, proyecta que el

precio internacional del barril de petróleo se mantendría en promedio en niveles de alrededor de US\$72.00 por barril para 2007⁴.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando volatilidad, debido a su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y en la demanda del mismo. Al respecto, *Global Insight* prevé para 2007 que la demanda mundial de crudo podría crecer 0.92 millones de barriles diarios, lo que situaría la demanda total en 85.66 millones de barriles diarios, en tanto que la oferta total se proyecta en 85.48 millones de barriles diarios; lo que generaría un déficit de 0.18 millones de barriles diarios, el cual debería cubrirse mediante la utilización de inventarios existentes en los países consumidores.

PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
Millones de barriles diarios

		2005	2006 ^{p/}	2007 ^{py/}
OFERTA	MIEMBROS OPEP ^{1/}	34.24	34.32	35.34
	NO MIEMBROS OPEP	50.25	50.95	50.14
	TOTAL OFERTA	84.49	85.27	85.48
DEMANDA	OECD ^{2/}	49.64	49.32	49.16
	RESTO DEL MUNDO	34.05	35.42	36.50
	TOTAL DEMANDA	83.69	84.74	85.66
BALANCE GLOBAL		0.80	0.53	-0.18

p/ cifras preliminares.

py/ cifras proyectadas.

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

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

Fuente: Global Insight (November 2007).

Es importante mencionar que la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- acordó efectuar un incremento en su volumen de producción de 0.5 millones de barriles diarios, a partir del 1 de noviembre de 2007⁵. Al respecto, *Global Insight* estima que el incremento

⁴ Global Petroleum Monthly, November 2007.

⁵ La OPEP acordó incrementar su volumen de producción en la reunión efectuada el 11 de septiembre de 2007. Dicha organización informó que el incremento efectuado es parte del esfuerzo de la organización por mantener la estabilidad en el mercado mundial de petróleo en beneficio de la economía mundial (OPEC, Monthly Market Report, September 2007).

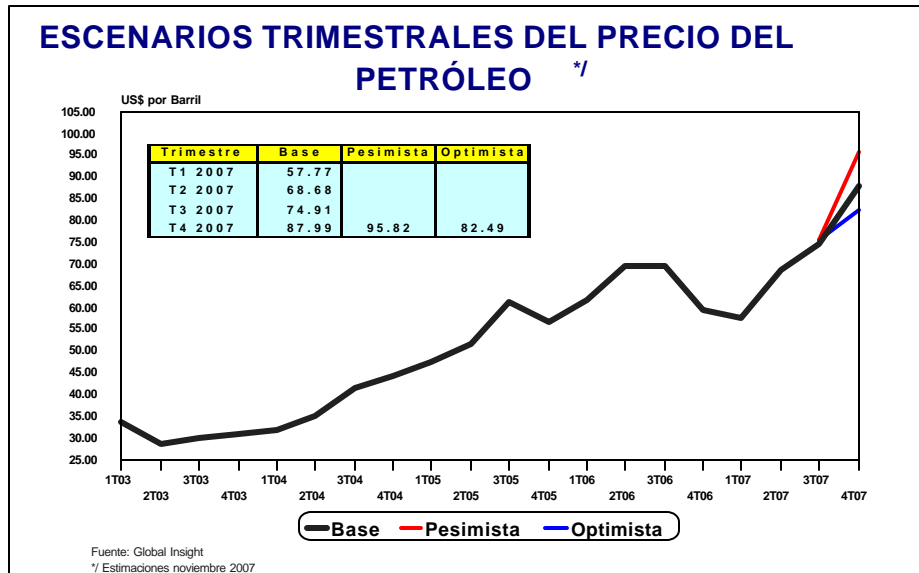


previsto en la producción del crudo es insuficiente y considera que el objetivo final de la OPEP es reducir el volumen de inventarios mundiales acumulados durante los últimos dos años, razón por la cual prevé que el precio internacional del petróleo se sitúe en promedio en alrededor de US\$90.00 por barril durante el cuarto trimestre de 2007⁶.

Dada la limitada capacidad de los países no miembros de la OPEP para incrementar su producción y en caso el volumen de la demanda continúe sin ser afectado por los altos precios, las acciones que pueda adoptar la OPEP y sus expectativas con respecto al precio del petróleo, así como los diversos factores que afecten la oferta mundial de petróleo, serán los elementos determinantes en el mercado petrolero internacional en lo que resta del año.

Al respecto, *Global Insight* presenta tres escenarios que podrían influir en el comportamiento del precio internacional del petróleo. En un escenario optimista, se considera que una reducción en el nivel actual del precio internacional del crudo, influido por una desaceleración de la economía mundial, se traduciría en una menor demanda de petróleo; con ello se estima que el nivel del precio se situaría en US\$82.49 por barril. De igual forma podría influir en la baja del precio la resolución definitiva del programa nuclear iraní, así como la normalización de la producción del crudo en Nigeria, el mayor productor de África. Por su parte, en un escenario pesimista el precio se situaría en aproximadamente US\$96.00 por barril y prevalecerían los factores siguientes: las tensiones relativas al programa nuclear iraní; la interrupción de la producción de petróleo en Nigeria, Irak y Turquía por factores políticos; la especulación en las principales bolsas de valores del mundo; y, el incremento estacional en la demanda de fin de año por el inicio del invierno en el hemisferio norte. Finalmente, en un escenario base se prevé un precio de US\$87.99 y se mantendrían las condiciones actuales del mercado, como se ilustra en la gráfica siguiente.

⁶ Global Petroleum Monthly, November 2007.

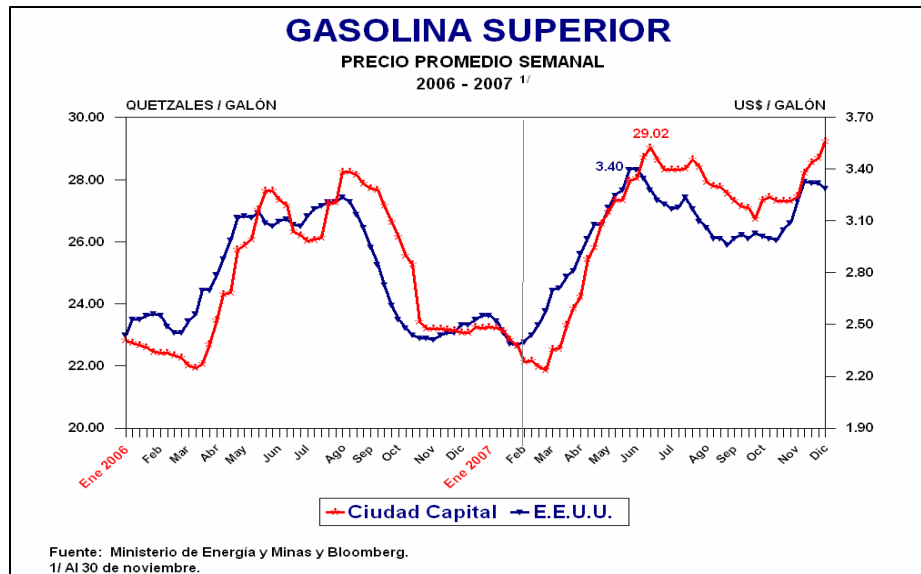


En el contexto descrito, el incremento del precio internacional promedio del petróleo, al 30 de noviembre de 2007, se situó, como se indicó, por encima del promedio registrado el año pasado (en 2006, el nivel histórico diario más alto fue de US\$77.03, el 14 de julio). Durante los meses en estudio la tendencia del precio internacional ha sido al alza, registrando en noviembre cotizaciones superiores al máximo del año previo (el 23 de noviembre de 2007 se registró una cotización de US\$98.18, la mayor desde enero 2006). Como resultado del incremento observado en el precio internacional del crudo, también se evidenciaron alzas en los derivados de éste, particularmente en la gasolina superior y en el diesel.

En el caso de la gasolina superior, ésta registró su mayor cotización en el mercado de los Estados Unidos de América el 21 de mayo de 2007, al situarse en US\$3.40 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala registró su mayor cotización el 11 de junio de 2007, al situarse en Q29.02 por galón. Entre las principales causas de la referida tendencia al alza se encuentran las siguientes: la volatilidad en el precio internacional del petróleo, generada por el estrecho margen entre la oferta y la demanda del crudo; y, la menor capacidad de refinamiento, especialmente por parte de los Estados Unidos de América, debido a labores de mantenimiento y reparación de algunas plantas. A partir del segundo semestre de 2007, la tendencia en el precio de la gasolina fue a la baja, influida principalmente por el reinicio de



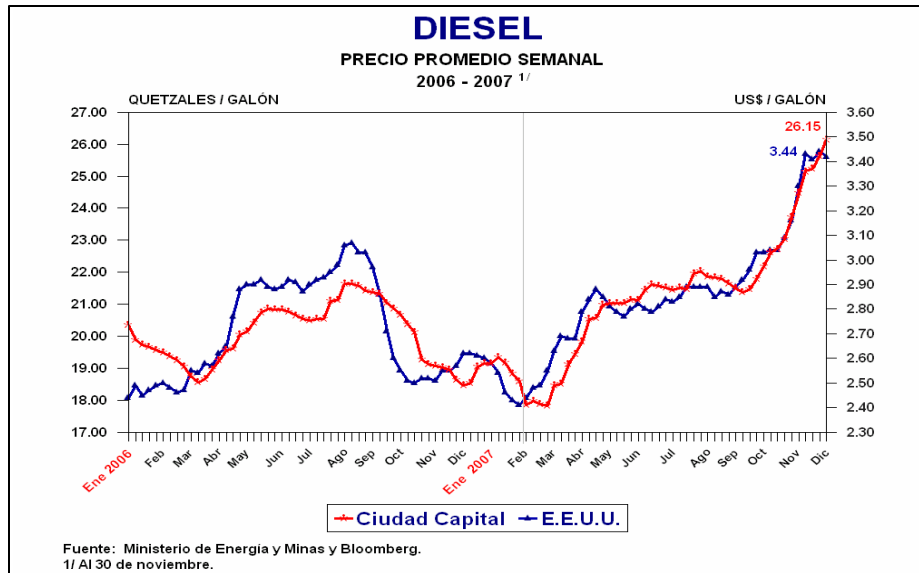
operaciones de algunas plantas que se encontraban en reparación y mantenimiento.



Por su parte, el precio del diesel⁷ registró su mayor cotización en el mercado de los Estados Unidos de América el 26 de noviembre de 2007, al situarse en US\$3.44 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala, éste registró su máximo al situarse en Q26.15 por galón el 30 de noviembre de 2007. Cabe destacar que la tendencia en el precio del diesel ha sido al alza durante 2007, contrario al comportamiento del precio de la gasolina a partir del segundo semestre. Esta situación se explica por el incremento en la demanda mundial de este combustible, particularmente de la República Popular China, de Europa y de los Estados Unidos de América, ya que además de su utilización como combustible para transporte pesado, se emplea como sustituto del combustible utilizado para calefacción⁸.

⁷ El diesel no forma parte de la canasta de bienes y servicios que se cotizan para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor IPC, su impacto en las cotizaciones de estos bienes y servicios es indirecto.

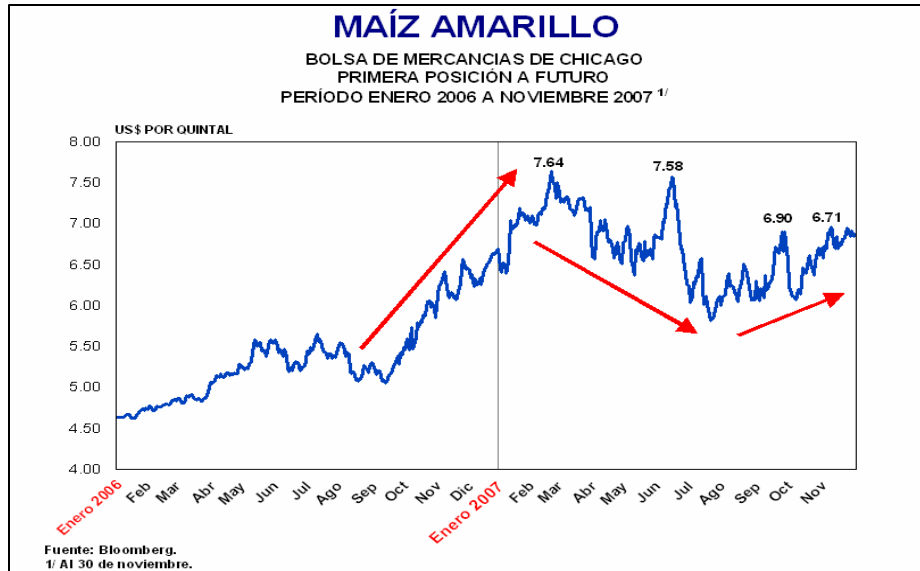
⁸ Energy Information Administration, -EIA-.



Como consecuencia de la incidencia negativa generada por el alza del precio internacional del petróleo, algunos países entre los que destaca los Estados Unidos de América, han promovido el uso de etanol como carburante, utilizando como materia prima el maíz, situación que ha provocado un alza en el precio internacional de ese grano. Al respecto, la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), en su informe Perspectivas de Cosechas y Situación Alimentaria⁹, indicó que los niveles de precios observados durante 2007 son superiores a los registrados el año previo, fundamentalmente por la demanda de la industria de biocombustibles.

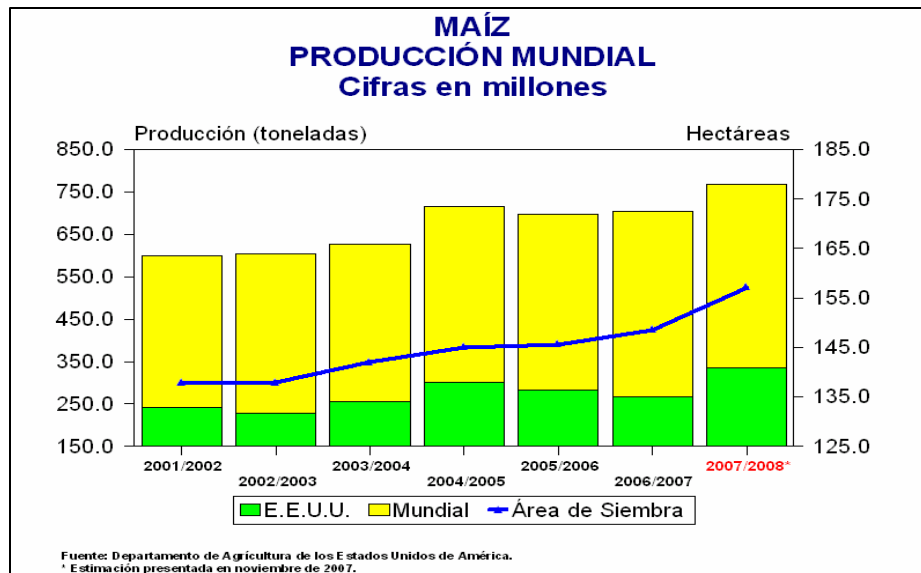
A partir de septiembre de 2006 se registró una tendencia al alza que se mantuvo hasta la tercera semana de febrero de 2007, en la que se registró la mayor cotización desde 2006, al situarse en un precio de US\$7.64 por quintal. En marzo y abril, la tendencia alcista se revirtió; sin embargo, desde mayo hasta la segunda semana de junio, el precio nuevamente registró un incremento, mostrando una tendencia que abarcó hasta la tercera semana de julio, cuando nuevamente se registró una baja. A partir de julio y hasta finales de septiembre, el precio volvió a registrar una tendencia alcista. A continuación se presenta la gráfica del comportamiento del precio internacional.

⁹ Informe presentado en octubre de 2007.



De acuerdo a estimaciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), se prevé que la producción mundial de maíz para la cosecha 2007-2008 se sitúe en 769.0 millones de toneladas (703.4 millones de toneladas en la cosecha 2006-2007), la mayor cosecha registrada en los últimos años como se ilustra en la gráfica. El incremento en la producción mundial del grano es influido por la cosecha de los Estados Unidos de América¹⁰, país que prevé alcanzar una producción de 334.5 millones de toneladas (267.6 millones de toneladas en la cosecha 2006-2007). Esta producción récord se asocia al incremento de las áreas de siembra destinadas al cultivo de maíz, para cubrir la demanda del grano destinado a la producción de etanol.

¹⁰ Mayor productor de maíz en el mundo.



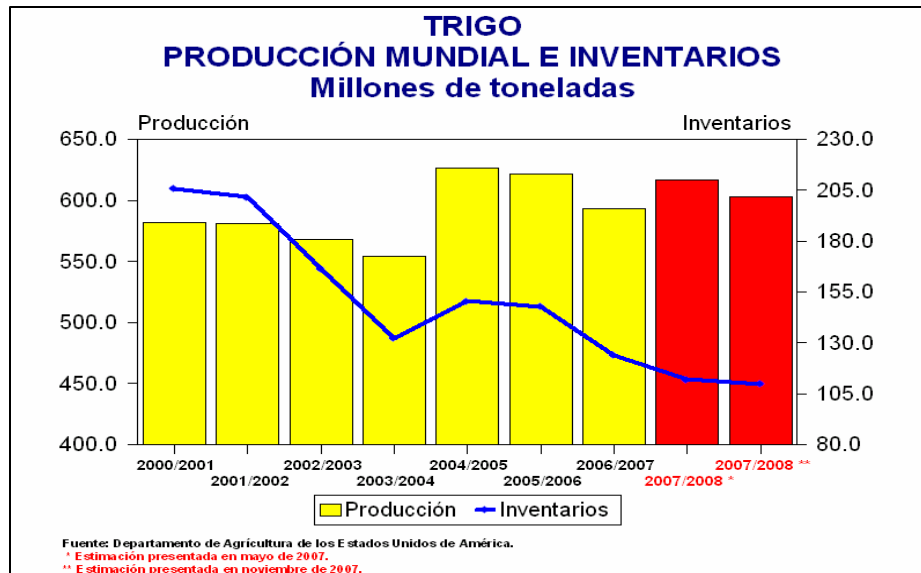
Por su parte, el trigo es uno de los principales cereales que son destinados para el consumo humano y, en menor medida, a la alimentación de ganado. El precio de este grano en el mercado mundial ha registrado una tendencia al alza durante los dos últimos años, la cual es atribuida a las reducciones en la oferta mundial, derivadas de daños ocasionados en la producción en las dos últimas cosechas, por factores climáticos en las principales áreas de siembra.

El precio internacional del trigo se mantuvo entre un rango de US\$6.00 y US\$8.10 por quintal desde finales de septiembre de 2006 hasta abril de 2007, fecha en la que se registró un alza que se mantuvo hasta finales de septiembre de 2007, alcanzado su mayor cotización el 1 de octubre al situarse en US\$14.70 por quintal. Esta tendencia se revirtió hasta mediados de noviembre cuando nuevamente se observa una tendencia alcista, como se ilustra en la gráfica siguiente.



El alza registrada en el precio internacional del trigo, la cual inició en mayo de 2007, es resultado de la reducción en la producción prevista para la cosecha 2007-2008, así como de la disminución registrada en la cosecha anterior (2006-2007). Al respecto, según el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, el volumen de producción de trigo para la cosecha 2006-2007 se situó en 593.1 millones de toneladas, cifra inferior en 28.6 millones de toneladas respecto de la cosecha 2005-2006, la cual se situó en 621.7 millones de toneladas. Asimismo, el referido ente indicó que los daños causados a los cultivos por factores climáticos durante el presente año¹¹ han provocado la reducción en el nivel de producción. En efecto, en noviembre de 2007, el USDA informó que su estimación mundial de la producción de trigo se redujo a 603.5 millones de toneladas, situación que ha provocado que se recurra a la utilización de inventarios para cubrir la demanda del grano, lo que ha provocado la disminución de éstos y, en consecuencia, un aumento del precio.

¹¹ Fuertes sequías e intensas lluvias en los principales países productores han afectado la presente cosecha. Los países que han sido afectados por sequías son Canadá, Australia, Italia, Francia (región sur), Rumania, Bulgaria, Turquía, Siria y Marruecos. Los países afectados por intensas lluvias son Inglaterra, Alemania, Francia (región norte) y en menor medida los Estados Unidos de América.



Como resultado de la disminución de los inventarios del trigo a nivel mundial, algunos productores han considerado limitar sus exportaciones del grano con la finalidad de garantizar el suministro interno, tal es el caso de Rusia, país que aun cuando su volumen de producción de trigo registró un incremento para la presente cosecha, al situarse en 48.0 millones de toneladas (44.9 millones de toneladas para la cosecha 2006-2007), estableció un impuesto del 10.0% a las exportaciones de trigo a partir de octubre. De igual forma, Argentina, el quinto exportador mundial de trigo, también modificó el impuesto a las exportaciones de trigo, incrementándolo de 20.0% a 28.0%. Cabe destacar que la Unión Europea, bloque de países que históricamente ha sido un exportador neto de cereales, suspendió los aranceles a las importaciones de éstos, entre ellos el trigo, como resultado de los daños causados a sus producciones por factores climáticos, lo que les obliga a buscar mecanismos para garantizar el abastecimiento interno de los distintos cereales que se consumen en el bloque; dicha suspensión estará vigente hasta junio de 2008.

3. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2007

a) Cuenta corriente

Para 2007 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$1,696.9 millones, mayor



en US\$104.9 millones (6.6%) al registrado el año anterior, equivalente a 5.1% del PIB (5.3% en 2006). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$1,921.9 millones, lo que generaría un incremento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$225.0 millones.

El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$6,544.0 millones y de los superávit tanto de la balanza de servicios por US\$235.5 millones como de las transferencias corrientes netas por US\$4,611.6 millones.

El saldo de la balanza comercial, en relación a diciembre de 2006, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$973.8 millones (16.2%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$1,614.6 millones (13.5%).

En efecto, el valor FOB de las exportaciones sería de US\$6,986.8 millones, mayor en 16.2% al registrado en 2006. En este resultado sería determinante el aumento en las exportaciones del rubro de los Principales Productos por US\$315.0 millones, el cual crecería en 24.3%, así como del rubro de Otros Productos, el que aumentaría en 14.0% (US\$658.8 millones) respecto a 2006.

El dinamismo en 2007 del rubro de los Principales Productos, obedecería, principalmente, al comportamiento del valor de las exportaciones de café, que a diciembre de 2007 se ubicaría en US\$584.3 millones, monto superior en US\$120.7 millones (26.0%) al registrado en diciembre de 2006, lo cual se explicaría tanto por un incremento en el volumen exportado, como por un alza en el precio medio, respecto de 2006. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentaría en 15.4%, al pasar de 4,420.6 miles en 2006 a 5,099.9 miles a diciembre de 2007. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal en 2007 sería de US\$114.57, superior en US\$9.70 al registrado el año anterior. El referido comportamiento estaría asociado al incremento del precio internacional del grano, el cual, según *Bloomberg*, se mantuvo al alza, derivado, por una parte, a los problemas climatológicos en las principales zonas cafetaleras de Brasil y, por la otra, al debilitamiento de la moneda estadounidense, lo que incrementó el precio de



este producto en las bolsas de comercialización de bienes. Por su parte, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, las condiciones climáticas en el país contribuyeron al aumento de la producción nacional. Asimismo, el prestigio de la calidad del café guatemalteco, especialmente del café gourmet, se ha expandido alrededor del mundo en los últimos años, lo que ha permitido que se incremente el volumen exportado.

Por su parte, se espera que el valor de las exportaciones de azúcar se sitúe en US\$377.9 millones, mayor en US\$79.3 millones (26.6%) al registrado en 2006, situación que se explicaría tanto por el incremento de US\$2.11 (20.5%) en el precio medio de exportación, como por el aumento de 5.1% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal se incrementaría de US\$10.31 en 2006 a US\$12.42 en 2007, como resultado, principalmente, de una disminución en la producción de azúcar por parte de Brasil (mayor productor del mundo), debido a la utilización de caña de azúcar para la producción de etanol. Por su parte, el volumen exportado, en miles de quintales, aumentaría en 1,478.2 (5.1%), al pasar de 28,959.6 en 2006 a 30,437.8 en diciembre de 2007.

El valor de las exportaciones de banano a diciembre de 2007 sería de US\$296.3 millones, monto mayor en US\$80.8 millones (37.5%) al registrado el año anterior, lo cual se explicaría por el incremento de 7,523.0 miles de quintales (35.2%) en el volumen exportado, asociado a la mayor demanda de los Estados Unidos de América y al aprovechamiento del acceso al mercado europeo; en tanto que a nivel local se prevé una recuperación de la producción bananera. Por su parte, se espera que el precio medio de exportación por quintal se incremente ligeramente, al pasar de US\$10.09 en 2006 a US\$10.26 en 2007.

El valor de las exportaciones de cardamomo a diciembre de 2007 se situaría en US\$112.1 millones, monto superior en US\$28.7 millones (34.4%) al registrado en 2006. Este resultado se explica por el aumento tanto en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasaría de US\$123.10 en 2006 a US\$183.94 en 2007. Según funcionarios del Gobierno de India, citados en el *Wall Street Journal*, el incremento del precio de este producto se debe a la reducción esperada en la producción de cardamomo,



derivado de problemas climáticos, como el atraso en el inicio de las lluvias generadas por los monzones de la temporada y las inundaciones registradas posteriormente.

El valor de las exportaciones de petróleo a diciembre de 2007 sería de US\$238.7 millones, monto superior en US\$5.5 millones (2.4%) al registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el aumento en el volumen exportado, el cual aumentaría en 110.9 miles de barriles (2.1%) y por el alza en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$43.53 en 2006 a US\$43.65 en 2007. Cabe indicar que el margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (el cual se situó en alrededor de US\$67.86 a octubre de 2007) obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.

El valor de las exportaciones de Otros Productos sería de US\$5,377.5 millones, monto superior en US\$658.8 millones (14.0%) al registrado en 2006. Este resultado obedecería al aumento previsto en las exportaciones al Resto del Mundo (23.6%), en las exportaciones a Centroamérica (20.1%) y en las exportaciones de Maquila (6.2%). El comportamiento anterior se atribuiría a la mayor demanda de los países centroamericanos y a la vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América.

El valor CIF de las importaciones a diciembre de 2007 sería de US\$13,530.8 millones, monto mayor en US\$1,614.6 millones (13.5%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de materiales de construcción (29.2%); combustibles y lubricantes (21.5%); materias primas y productos intermedios (16.3%); bienes de consumo (16.2%); y, maquinaria, equipo y herramienta (12.9%). El incremento de las importaciones se debe al dinamismo de la actividad económica nacional y al alza en los precios internacionales de algunas



materias primas, así como de combustibles y lubricantes derivados del petróleo.

Por otro lado, la balanza de servicios en 2007 registraría un saldo superavitario de US\$235.5 millones, monto superior en US\$50.8 millones (27.5%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$653.8 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$418.3 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería al mayor ingreso de divisas por concepto de turismo y viajes, derivado del incremento en el número de turistas, así como por la celebración de eventos de importancia mundial, como la Cuadragésima Octava Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- y Vigésima Segunda Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores de la Corporación Interamericana de Inversiones -CII-; y, la Asamblea del Comité Olímpico Internacional. 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 y por los pagos de utilidades, regalías y dividendos del sector privado.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$4,611.6 millones, lo que derivaría, particularmente, del ingreso neto de remesas familiares, el cual alcanzaría un monto de US\$4,111.6 millones, superior en 15.0% al registrado en 2006.

b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría a diciembre de 2007 un saldo superavitario de US\$1,921.9 millones, monto superior en US\$51.2 millones (2.7%) al registrado el año anterior.

El saldo de la cuenta de capital y financiera sería el resultado de los saldos superavitarios de las transferencias de capital; de la cuenta de capital oficial y bancario; y, de la cuenta de capital privado. En efecto, las transferencias de capital registrarían a diciembre de 2007 un saldo



superavitario de US\$90.0 millones, monto menor en US\$159.3 millones (63.9%) al registrado el año anterior.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo superavitario de US\$224.4 millones a diciembre de 2007, monto mayor en US\$34.8 millones (18.4%) al registrado en 2006. Dicho resultado se explicaría, fundamentalmente, por el lado de los ingresos, por los desembolsos de préstamos al sector público no financiero por US\$594.0 millones y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del sector público no financiero por US\$209.2 millones y por la amortización de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala con no residentes por US\$160.4 millones, monto que incluye el pago de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superavitario de US\$1,607.5 millones, monto mayor en US\$175.7 millones (12.3%) al registrado en 2006. Dicho superávit se explicaría por el ingreso en concepto de inversión extranjera directa por US\$535.8 millones, el cual se asociaría, principalmente, al mejoramiento del clima de negocios y a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América; por el ingreso neto de capital de mediano y largo plazos por US\$800.0 millones; y, por el ingreso neto de capital de corto plazo por US\$271.7 millones.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, se estima, como se indicó, un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de US\$225.0 millones (US\$278.7 millones en 2006).



BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2006 - 2007
 -En millones de US dólares-

CONCEPTO	2006 ^{d/}	2007 ^{e*/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C) ^{1/}	-1,592.0	-1,696.9	-104.9	6.6
A. BALANZA COMERCIAL	-5,903.2	-6,544.0	-640.8	10.9
1. Exportaciones FOB	6,013.0	6,986.8	973.8	16.2
Principales Productos	1,294.3	1,609.3	315.0	24.3
Otros Productos	4,718.7	5,377.5	658.8	14.0
2. Importaciones CIF	11,916.2	13,530.8	1,614.6	13.5
B. SERVICIOS	184.7	235.5	50.8	27.5
1. Factoriales, Neto	-394.7	-418.3	-23.6	6.0
2. No Factoriales, Neto	579.4	653.8	74.4	12.8
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	4,126.5	4,611.6	485.1	11.8
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,870.7	1,921.9	51.2	2.7
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	249.3	90.0	-159.3	-63.9
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	189.6	224.4 ^{2/}	34.8	18.4
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{3/}	1,431.8	1,607.5	175.7	12.3
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	278.7	225.0		
Reservas Monetarias Internacionales Netas (- aumento)	-278.7	-225.0		

^{1/} Saldo Cuenta Corriente / PIB = -5.3% para 2006 y -5.1% para 2007

^{2/} Incluye la amortización de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones

^{3/} Incluye errores y omisiones

^{d/} Cifras preliminares

^{e*/} Cifras estimadas de cierre



RECUADRO 3 DOING BUSINESS 2008

El Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional -CFI- publicaron el informe anual *Doing Business 2008* en el que se analiza la facilidad para hacer negocios en 178 países.

Los países se ordenan del 1 al 178 en función de la facilidad para hacer negocios, siendo el número 1 el país mejor calificado; es decir, aquél que cuenta con una legislación comercial que se caracteriza por ser de fácil y eficaz implementación y que privilegie la protección a los derechos de propiedad. Dicho ordenamiento se lleva a cabo con base al promedio simple de los 10 aspectos siguientes:

TÓPICOS	DESCRIPCIÓN
1. Apertura de un negocio	Retos para comenzar un negocio.
2. Manejo de licencias	Obtención de licencias, permisos y completar las notificaciones e inspecciones requeridas y la obtención de conexiones a servicios públicos.
3. Contrato de trabajadores	Dificultades que los empleadores encuentran en contrataciones y despidos.
4. Registro de propiedades	Facilidad con la que las empresas pueden asegurar los derechos de propiedad.
5. Obtención de crédito	Divulgación de la información crediticia y los derechos legales de los deudores y los acreedores.
6. Protección de los inversores	Transparencia de las transacciones, responsabilidad por aprovechamiento de beneficio propio y capacidad de los accionistas de enjuiciar a los directores y oficiales por mala conducta.
7. Pago de impuestos	Impuestos que una compañía de tamaño medio debe pagar o retener al año y complicaciones administrativas sobre el pago de impuestos.
8. Comercio transfronterizo	Costos y procedimientos relacionados con la importación y exportación de un embarque estándar de mercancías.
9. Cumplimiento de contratos	Facilidad o dificultad para hacer cumplir contratos comerciales.
10. Cierre de una empresa	Resolución de una situación de bancarrota, debilidades de la ley y dificultades procesales y administrativas durante el proceso de bancarrota.

Es importante señalar que para cada uno de los aspectos mencionados, se considera el número de procedimientos necesarios, el tiempo promedio que toma su implementación, así como el costo que implica llevarlo a cabo. En este sentido, el ordenamiento busca identificar problemas en la operatividad para efectuar negocios para que los gobiernos puedan diseñar reformas que mejoren el clima empresarial de cada país.

De conformidad con los resultados del informe, los tres países que proporcionan una mayor facilidad para hacer negocios son, en su orden, Singapur, Nueva Zelanda y los Estados Unidos de América. Guatemala se situó en el lugar 114, lo que representa una leve mejoría respecto del *ranking* de 2007 (115). Cabe indicar que a nivel regional Guatemala se encuentra posicionado por debajo de México (44), Belice (59), El Salvador (69) y Nicaragua (93) y ligeramente por arriba de Costa Rica (115) y Honduras (121).

No obstante el referido informe considera que Guatemala ha implementado acciones significativas para facilitar el clima de negocios en el país, dentro de las que destacan las siguientes: i) la introducción de la firma electrónica, con lo que se ha reducido el tiempo para registrar las propiedades de 37 a 30 días; ii) el establecimiento de un nuevo sistema para el intercambio electrónico de datos para las declaraciones aduaneras, lo cual ha reducido el tiempo de exportación en un día; iii) el mejoramiento de la Ventanilla Ágil para registrar las empresas, lo que ha reducido el tiempo de apertura de un negocio de 30 a 26 días y el número de procedimientos de 13 a 11; iv) la aceleración en la autorización de los proyectos de construcción, lo que redujo el tiempo necesario de 286 a 235 días; y, v) la ampliación del campo de acción de los tribunales, de demandas de pequeña cuantía, lo cual permite que se diluciden litigios de forma rápida y eficiente.



RECUADRO 4 GUATEMALA: CALIFICACIÓN INTERNACIONAL DE RIESGO SOBERANO

Standard & Poor's

En julio de 2006, *Standard & Poor's* mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera de BB- a BB y la calificación de la deuda interna de largo plazo de BB a BB+, ambas calificaciones con perspectiva estable. De conformidad con el análisis efectuado por la citada empresa, la mejora en las referidas calificaciones es un reflejo del continuo avance hacia el pluralismo político, aspecto que reduce la incertidumbre en términos de la política económica; de un sólido récord de pago de deuda comercial; de un mejor desempeño económico; y, de un largo historial de disciplina en la política fiscal.

El 5 de marzo de 2007, *Standard & Poor's* manifestó que la suspensión de operaciones del Banco del Café, S. A., y del Banco de Comercio, S. A., es parte de lo que visualizan como una evolución natural del sistema financiero en Guatemala. En ese contexto, el proceso de exclusión de los activos y pasivos de los bancos suspendidos podría contribuir a un sistema bancario más sólido. Asimismo, dicha calificadoradora indicó que mientras las dos suspensiones en referencia sean hechos aislados, esto es positivo para el sistema bancario.

El 6 de julio de 2007, la citada calificadoradora confirmó en BB la calificación de la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera y en B la de corto plazo; mantuvo la calificación de la deuda interna de largo plazo en BB+ y en B la de corto plazo; y, mejoró la perspectiva de riesgo soberano de estable a positiva. Según dicha calificadoradora, en su informe de octubre de 2007, Guatemala tiene la perspectiva de continuar con políticas macroeconómicas prudentes, a pesar del proceso electoral de 2007. La citada calificadoradora destacó que la tasa de crecimiento económico del país prevista para 2007 se constituye en la más alta de los últimos diez años, señalando que dicha situación se asocia a una mayor confianza por parte del sector privado acerca de la dirección de las políticas económicas en los próximos años.

Moody's Investors Service

En julio de 2006, *Moody's Investors Service* cambió de estable a positiva la perspectiva de la calificación de la deuda soberana en moneda extranjera, hecho que, según dicha calificadoradora, se sustentó, entre otros aspectos, en la mejoría tanto del coeficiente de deuda pública externa respecto de las exportaciones de bienes y servicios como en el de deuda pública externa con relación al PIB.

En junio de 2007, *Moody's Investors Service* mantuvo la calificación de la deuda soberana de largo plazo denominada en moneda extranjera (Ba2) y ratificó como positiva la perspectiva de la calificación de riesgo soberano. En su análisis, la referida calificadoradora internacional indicó que valora el fuerte compromiso del país por mantener la estabilidad macroeconómica mediante la implementación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas. Asimismo, señaló que a pesar de la baja carga tributaria del país, la política fiscal continúa actuando con responsabilidad, en virtud de que en el mediano plazo se espera que el déficit fiscal no sea mayor del 2.0% del PIB. Adicionalmente, menciona que a pesar de los choques externos a los que ha estado expuesto el país, los indicadores de deuda han disminuido. Por otra parte, subrayó que la mejora en la posición externa del país, así como los mayores ingresos de divisas provenientes de las remesas familiares, han propiciado que la vulnerabilidad de la referida posición se haya reducido.

Fitch Ratings

En febrero de 2006, *Fitch Ratings* asignó a Guatemala la calificación soberana de BB+ con perspectiva estable, aplicable a la deuda de largo plazo colocada en el mercado interno, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional, así como a los Bonos del Tesoro negociados en el mercado internacional con vencimientos en 2007, en 2011, en 2013 y en 2034. Entre los factores que sustentaron la referida calificación destacan: 1) Los bajos niveles de deuda pública interna y externa del país; 2) El historial de disciplina fiscal e inflación moderada; y, 3) El sólido historial de pago de la deuda comercial. Al respecto, la citada agencia calificadoradora enfatizó que la prudencia fiscal, combinada con un estable, aunque lento crecimiento del PIB, ha incidido en que el país posea uno de los más bajos indicadores de deuda pública externa con relación al PIB, comparado con países de similares características.

Asimismo, es importante destacar que el 9 de noviembre de 2006, *Fitch Ratings* se pronunció respecto de la suspensión de operaciones del Banco del Café, S. A., manifestando que como resultado de la pronta atención del problema por parte de la autoridad monetaria, no se vislumbraban efectos que pudieran comprometer la estabilidad macroeconómica del país, dado que dicha suspensión constituyó una salida ordenada del sistema, conforme a la legislación vigente desde 2002, razón por la cual decidió mantener invariable la calificación soberana asignada a Guatemala.

El 12 de marzo de 2007, la referida calificadoradora internacional manifestó que la industria bancaria en Guatemala ha estado inmersa en un intenso proceso de consolidación, el cual se espera continúe en



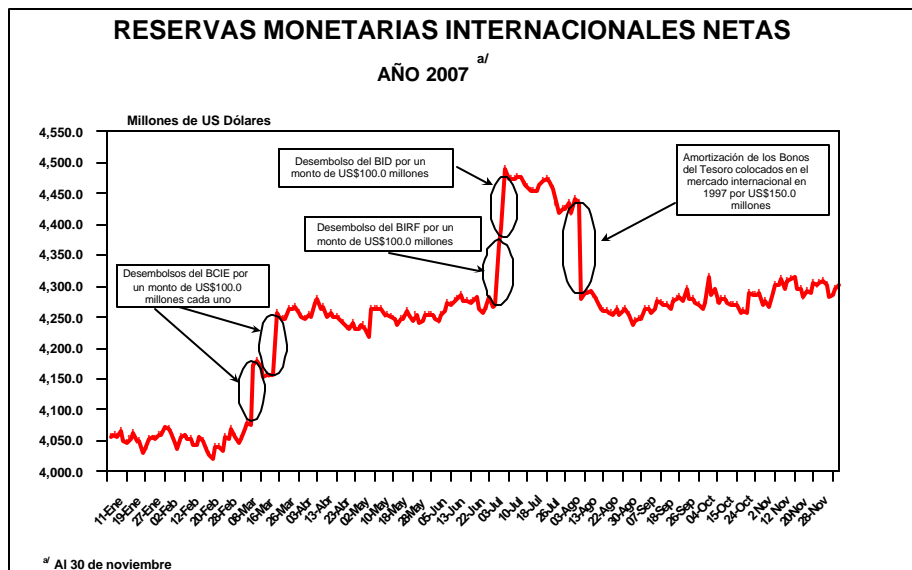
un futuro cercano. En ese sentido, la banca guatemalteca comienza a evidenciar una mayor competencia, no obstante el amplio diferencial entre tasas de interés activas y pasivas prevaeciente en el sistema bancario. Asimismo, indicó que las expeditas suspensiones (Banco del Café, S. A. y Banco de Comercio, S. A.) por parte de la autoridad monetaria, así como el apoyo de las principales instituciones del sistema, permitieron salvaguardar los intereses de los depositantes y honrar el 100% de los depósitos en las instituciones suspendidas.

El 19 de julio de 2007, *Fitch Ratings* mantuvo la calificación de riesgo soberano en BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. Según dicha calificadora, el mantenimiento de la calificación se basó en los bajos niveles de deuda pública tanto externa como interna, en la disciplina fiscal, en una inflación moderada, así como en un sólido historial de repago de la deuda comercial. Asimismo, subrayó que la actual posición macroeconómica del país ha permitido enfrentar choques internos y externos, por ejemplo, la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema y los desastres naturales en los últimos años. Por otra parte, dicha calificadora señaló que las autoridades monetarias han administrado apropiadamente las suspensiones bancarias, minimizando el costo fiscal de las mismas, lo que se constituye en un factor importante que fundamenta las actuales calificaciones crediticias de Guatemala.

4. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de noviembre de 2007, las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RMIN- se ubicaron en US\$4,301.8 millones, lo que significa un aumento de US\$240.7 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$562.7 millones, egresos de divisas por US\$661.2 millones y otros ingresos netos por US\$339.2 millones. Los ingresos se originaron por desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$562.7 millones, dentro de los que destacan, en primer lugar, dos desembolsos por US\$100.0 millones cada uno, correspondientes al préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión, otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; en segundo lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia, otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-; y en tercer lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para el Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública, otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se realizaron pagos por concepto de servicio de la deuda pública externa por US\$320.0 millones y erogaciones de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$341.2 millones, monto que incluye la amortización de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones. En lo que corresponde a otros

ingresos netos, destacan los intereses percibidos sobre inversiones de las Reservas Monetarias Internacionales en el exterior por US\$202.6 millones, el aumento en el encaje bancario en moneda extranjera por US\$30.2 millones, el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$87.5 millones y otros ingresos netos por US\$18.9 millones¹².



Se considera que el citado nivel de RMIN es adecuado, ya que el mismo cubriría 3.8 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría en el límite sugerido por estándares internacionales, según el cual el monto de RMIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.0 meses.

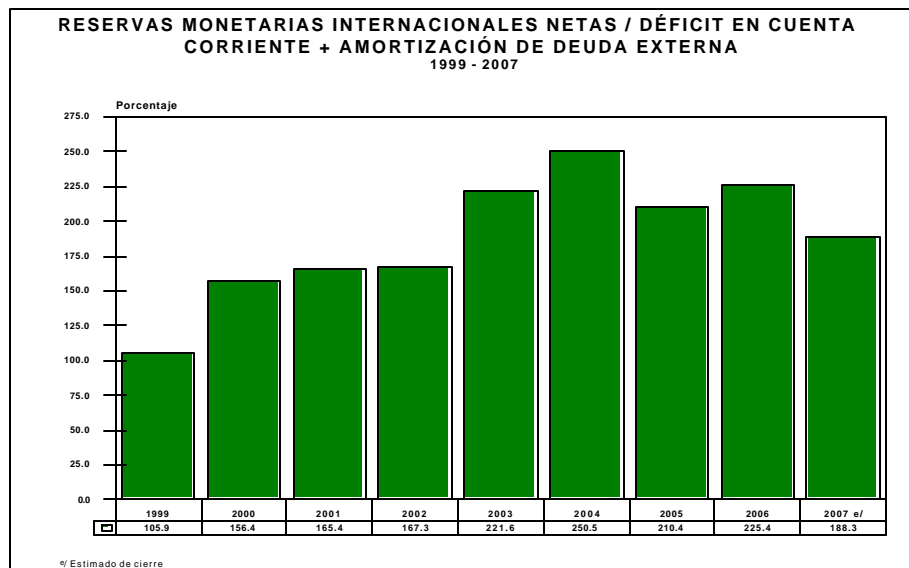
Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante la cobertura de su deuda pública externa. En este sentido, al 30 de noviembre de 2007, el nivel de RMIN era equivalente a 7.3 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país para un año.

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos

¹² Incluye fundamentalmente la variación neta del precio internacional del oro por US\$32.5 millones.

para un año de la deuda pública externa, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 1.9 veces las referidas obligaciones.

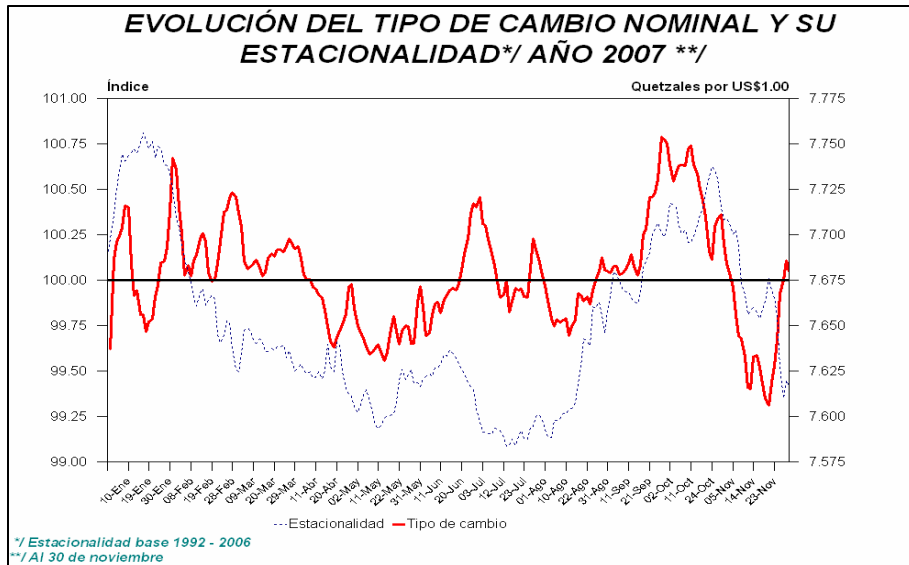
A continuación se ilustra el comportamiento de las RMIN respecto del déficit en cuenta corriente más la amortización de la deuda pública externa.



5. Tipo de cambio nominal

El tipo de cambio nominal promedio ponderado en el mercado institucional de divisas registró una depreciación de Q0.05460 (0.72%), al pasar de Q7.62534 por US\$1.00 el 29 de diciembre de 2006 a Q7.67994 por US\$1.00 el 30 de noviembre de 2007.

El tipo de cambio nominal a lo largo de 2007 ha registrado una volatilidad moderada y, en general, su comportamiento como se ilustra en la gráfica siguiente, ha sido consistente con su estacionalidad, razón por la cual no se ha activado la regla para la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, mediante el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- contenida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente.



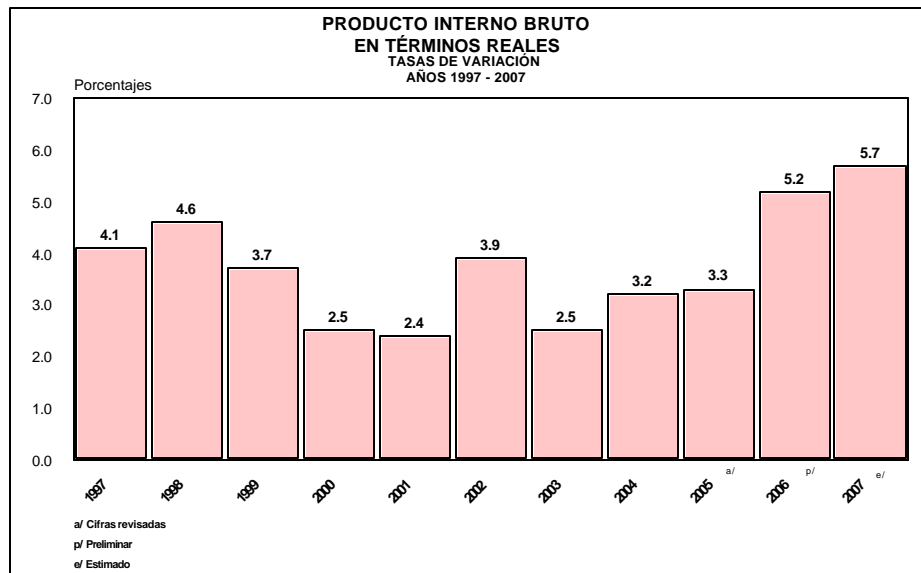
B. SECTOR REAL

1. Aspectos generales

La actividad económica nacional, a partir de 2004, ha crecido de forma sostenida y se prevé que dicho comportamiento se consolide en 2007, ya que se estima que el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, crezca 5.7% (5.2% en 2006)¹³. Dicha tasa de crecimiento, por segunda vez consecutiva en los últimos nueve años, sería superior a la tasa más alta registrada en la década de los años noventa (4.6%); asimismo, es mayor, por cuarto año consecutivo, a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)¹⁴, como se ilustra en la gráfica siguiente. Dicho dinamismo se analiza tanto desde el punto de vista externo como interno.

¹³ Para 2006 se revisó al alza la tasa de crecimiento del producto interno bruto, considerando los resultados preliminares del cierre del SCN93 para dicho año, influenciado, principalmente, por una parte, por el mayor dinamismo mostrado en las actividades de Explotación de minas y canteras; Transporte, almacenamiento y comunicaciones; y, Servicios privados y, por la otra, por un mayor dinamismo observado en el gasto de inversión por construcción. Para 2007, también se revisó al alza la referida tasa, tomando en consideración la última información disponible, habiéndose observado, de igual manera, un mayor dinamismo en las actividades mencionadas para 2006, así como un mayor crecimiento en el gasto de consumo del gobierno general y una mayor inversión en maquinaria y equipo.

¹⁴ Proyección realizada por el Instituto Nacional de Estadística -INE-.



En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica nacional se apoya en el dinamismo de las exportaciones, así como en los beneficios generados por el Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América, Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés)¹⁵.

Según el informe “DR-CAFTA un año después”, del Ministerio de Economía, el DR-CAFTA generó, entre otros, un impacto directo sobre el comercio exterior y un impacto indirecto sobre el empleo. En cuanto al comercio exterior, durante el período de julio de 2006 a marzo de 2007, el Tratado propició un crecimiento de 6.5% en la tendencia de las exportaciones de productos fuera de contingente arancelario y un crecimiento de 1.9% en las importaciones fuera de dicho contingente. En términos de la composición de productos, el 76.8% de los productos exportados mostraron un mayor crecimiento.

¹⁵ El FMI en el documento “América Central: Integración mundial y cooperación regional, Washington, DC, 2005”, estima que el TLC podría representar para los países de Centroamérica un crecimiento económico de 0.7 puntos porcentuales anuales adicionales a lo que crecerían en un escenario sin TLC, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales. Por su parte, el Banco Mundial -BM- en el documento “El CAFTA-RD: Desafíos y Oportunidades para América Central, 2005”, estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de Centroamérica, de entre 0.6 y 0.8 puntos porcentuales adicionales a los que se registrarían en un escenario sin TLC.



Adicionalmente, dicho informe analiza el efecto en el empleo derivado del intercambio comercial, por una parte, con los países de la región y, por la otra, con los Estados Unidos de América. En ese sentido, el comercio con los países de la región, durante los primeros nueve meses de entrada en vigencia del tratado, generó una reducción en el empleo agrícola formal de 1% (1,500 empleos) y un incremento de casi 5.0% en el empleo industrial formal (9,200 empleos). Por su parte, al analizar el comercio con los Estados Unidos de América, se observó una reducción de 0.38% (700 empleos) en el caso del empleo agrícola y un aumento de 1.49% (4,400 empleos) en el empleo industrial. En términos netos, los 3,700 nuevos empleos generados equivalen a una reducción de 2.7% en el desempleo total del país.

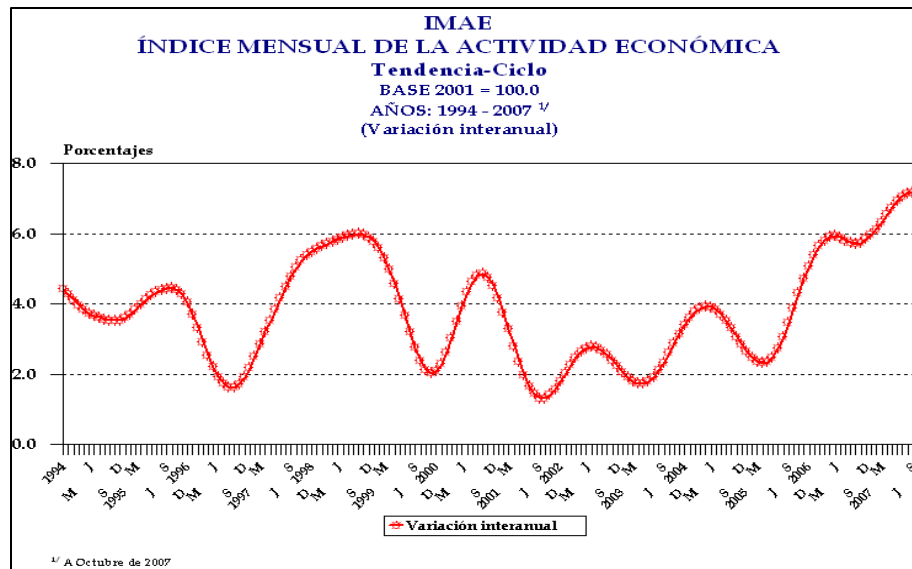
Con relación al impacto que el tratado podría tener sobre la tasa de crecimiento real del país para 2007, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en un análisis econométrico, estiman que podría ubicarse entre 0.64 y 0.97 puntos porcentuales adicionales. De este impacto total, en términos de comercio exterior, el efecto en las exportaciones sería de entre 0.10 y 0.22 puntos porcentuales adicionales, mientras que en las importaciones sería de entre 0.17 y 0.39 puntos porcentuales.

En el orden interno, el crecimiento esperado se sustenta en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora de las expectativas de los agentes económicos, fundamentada en una mayor demanda agregada; en un mejor clima de negocios; y, en el impulso proveniente de mayores niveles de inversión pública y privada, asociado a la estabilidad macroeconómica y a otras obras de infraestructura¹⁶.

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, con cifras a octubre de 2007 (última información disponible), después de mostrar un comportamiento creciente durante 11 meses consecutivos, en octubre del presente año mostró un cambio de

¹⁶ El Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda, de conformidad con el plan maestro sobre remodelación y ampliación de aeropuertos en el país a cargo de la Dirección General de Aeronáutica Civil, realizó los trabajos para la remodelación de los aeropuertos Internacional La Aurora, Mundo Maya, Puerto de San José, Coatepeque, San Marcos y Huehuetenango. Asimismo, dicho ministerio realizó las labores de reconstrucción de viviendas, carreteras y puentes dañados por la tormenta tropical *Stan*. Por su parte, la Municipalidad de la Ciudad de Guatemala concluyó los trabajos de infraestructura vial para el funcionamiento del TRANSMETRO.

tendencia en su comportamiento, alcanzando una variación interanual de 7.10%, superior a la observada en el mismo mes de 2006 (5.71%). Cabe indicar que el nivel alcanzado por el IMAE es congruente con el resultado esperado en la actividad económica para el presente año.



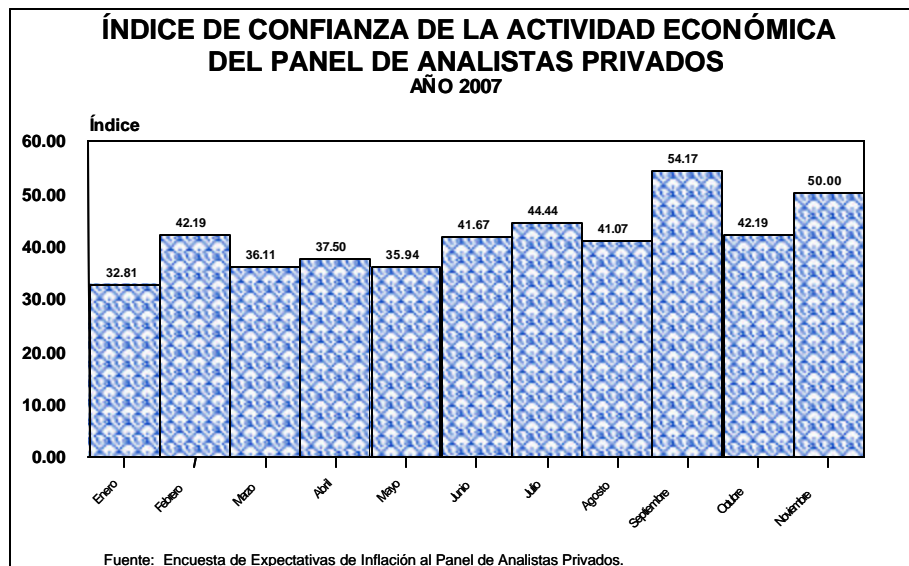
De acuerdo con el comportamiento esperado de la actividad económica para 2007, según los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial¹⁷ llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2007, en promedio, el 86.3% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para el presente año, porcentaje superior a la evaluación realizada en 2006 (80.1%).

Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados -EEI-¹⁸, las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica plantearon un escenario conservador durante el primer semestre de 2007, influenciado, principalmente, por cierto grado de incertidumbre atribuible a factores que afectaron al sistema financiero nacional a finales de 2006 y principios de 2007, así como a las expectativas de

¹⁷ Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 311 establecimientos, 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).

¹⁸ Mide la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales son recogidas por medio de la EEI, la cual el Banco de Guatemala viene realizando mensualmente desde 2003.

los agentes económicos asociadas al proceso electoral. Sin embargo, a partir de junio, el índice presenta un relativo crecimiento, derivado de un cambio en las expectativas de los agentes económicos, situación que dio como resultado que el referido índice se ubicara en noviembre de 2007 en 50.00, superior al registrado en enero de 2007 (32.81).



2. Producto interno bruto medido por el origen de la producción

Para 2007, se estima que todas las actividades económicas, por el origen de la producción, muestren un comportamiento positivo.

Para las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.3% en el PIB), con base en información a octubre proporcionada por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas, se estima un crecimiento de 3.4%, mayor al de 2006 (1.2%). El mayor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una recuperación en la producción de los cultivos tradicionales (al pasar de -1.5% en 2006 a 3.1% en 2007) y por un crecimiento de 4.0% en los cultivos no tradicionales (0.7% en 2006).



En el caso de la producción de café, según estimaciones de la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, el volumen de la producción estaría registrando un crecimiento de 3.0% (2.0% en 2006). De conformidad con dicha fuente, el dinamismo estaría asociado, particularmente, al incentivo de precios más favorables del grano en el mercado internacional, debido a que el precio promedio por quintal pasaría de US\$104.87 en 2006 a US\$114.57 por quintal en diciembre de 2007.

En lo que se refiere a la producción de banano, según la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, el volumen de producción del fruto crecería 3.6% en 2007 (-5.6% en 2006). Dicha recuperación se sustentaría en la ampliación de 100 hectáreas en el área sembrada por parte de BANDEGUA en la región del río Motagua (municipio de Los Amates, departamento de Izabal), como resultado de una mayor demanda proveniente del mercado europeo.

La producción de cardamomo, por su parte, se espera que crezca 2.0% (1.5% en 2006). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el mayor dinamismo se explicaría por el incremento esperado de la demanda mundial y por el mejoramiento en el precio internacional del aromático, el cual, con información preliminar a octubre de 2007, pasaría de un precio promedio por quintal de US\$123.10 en 2006 a US\$183.94 por quintal en 2007.

En lo que respecta a la producción de caña de azúcar, según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2006/2007 se prevé una producción de 430.7 millones de quintales, mayor en 63.7 millones de quintales a la de la zafra 2005/2006 (17.4%), comportamiento que contrasta con la caída de 5.8% en 2006. Este resultado se asocia al incremento de 16,000 hectáreas (22,857 manzanas) en el área sembrada, derivado del aumento en la demanda de azúcar, como resultado de la ampliación de la cuota de exportación prevista en el DR-CAFTA.

En el caso de la producción de cereales, según estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos



-CONAGRAB- y de la Unidad de Política e Información Estratégica del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación -UPIE-MAGA-, se espera un menor dinamismo en el volumen de producción, al pasar de un crecimiento de 1.4% en 2006 a 1.0% en 2007. Este comportamiento se explicaría por las condiciones climáticas adversas que experimentó el país en 2007, por lo que la producción de maíz crecerá 1.0% (1.6% en 2006).

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB) se espera un crecimiento de 9.0% (17.6% en 2006). En este resultado estaría contribuyendo, principalmente, la pérdida de dinamismo prevista en la extracción tanto de piedra, arena y arcilla como de otros minerales no metálicos, al pasar de 8.4% y 18.9% en 2006, a 7.4% y 2.5%, respectivamente en 2007.

En lo que respecta a la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.5% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 3.3%, porcentaje superior al de 2006 (3.1%). Este resultado estaría explicado por el mayor dinamismo previsto en las manufacturas de alimentos y bebidas; y, en las de productos destinados a la construcción.

En efecto, en la *industria de alimentos y bebidas* se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda interna se mantenga dinámica, en congruencia con el comportamiento previsto en el consumo privado, el cual, a su vez, sería impulsado, en buena medida, por el ingreso de remesas familiares¹⁹.

En lo que concierne a los *productos industriales destinados a la construcción*, se estima que los niveles esperados de inversión tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales), estimularán la demanda de cemento, block, hierro y metales.

En lo que se refiere a la demanda externa de *productos industriales diversos*, se prevé que la misma será más dinámica que la registrada en 2006, en particular, la de Centroamérica y la de México. Al respecto, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores -AGEXPORT- se

¹⁹ Según la Organización Internacional de las Migraciones -OIM-, se estima que en 2007 el 49.0% de las remesas familiares que ingresaron al país se destinó al consumo final.



tiene definida una estrategia para posicionar a Guatemala como el principal proveedor de bienes industriales en los países centroamericanos, lo que coadyuvará a aprovechar el DR-CAFTA y a mejorar el intercambio comercial con México. En ese sentido, cabe destacar que los datos de exportaciones de los productos industriales con destino a México, a octubre de 2007, muestran un crecimiento de 39.8% (39.1% en el mismo periodo de 2006).

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 5.2% (2.9% en 2006), el cual se asocia, principalmente, a una mayor demanda de energía eléctrica, derivada del crecimiento esperado en las actividades de *telecomunicaciones, de comercio al por mayor y al por menor, de industrias manufactureras y de servicios privados*. En efecto, de acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, para 2007 se estima un aumento en la generación de energía eléctrica, al entrar en funcionamiento dos nuevas plantas geotérmicas, una del Grupo General Central, S.A. -GECSA-, ubicada en Chimaltenango y otra de la empresa Ortitlán, ubicada en el municipio de Amatitlán.

Para la actividad *Construcción* (con una participación de 4.2% en el PIB), se espera registre una tasa de crecimiento de 12.1% (13.1% en 2006). Cabe destacar que el menor dinamismo en esta actividad estaría siendo influenciado, principalmente, por la desaceleración observada en la construcción de edificaciones²⁰.

En cuanto a las edificaciones, para 2007 se estima un menor dinamismo en el área de construcción de edificios de apartamentos, de centros comerciales, de instalaciones industriales y de instalaciones hoteleras, al pasar de 26.1% en 2006 a 22.0% en 2007, aún así se considera una actividad en auge. Según apreciaciones de la Cámara Guatemalteca de la Construcción -CGC-, en 2007 esta actividad continuará desarrollándose de manera estable, pero con menor dinamismo.

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.1% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de

²⁰ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.



crecimiento de 4.1% (3.8% en 2006), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo previsto en las actividades *Industrias manufactureras y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, así como de las importaciones. Cabe mencionar que a octubre de 2007, las importaciones totales se incrementaron en 13.5%, tasa inferior a la registrada a igual mes del año anterior (15.9%).

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con una participación de 9.1% en el PIB), se prevé que registre un crecimiento de 18.8% (18.6% en 2006). Dicho comportamiento sería resultado, principalmente, de la evolución esperada (30.4%) en la sub-actividad de *telecomunicaciones*, la cual representa el 69.7% de este grupo, derivado de un aumento previsto en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, fundamentalmente para la ampliación de los servicios de telefonía e Internet.

En cuanto a la actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con una participación de 4.2% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 16.0% (16.4% en 2006), asociada, principalmente, a una leve reducción en el dinamismo del resultado neto de los bancos del sistema, el cual, a octubre de 2007, registraba una tasa de variación de 20.4% (24.3% en el mismo período de 2006).

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 10.0% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.9% (2.7% en 2006), debido al dinamismo previsto en los alquileres reales.

Para la actividad económica *Servicios privados* (con una participación de 15.2% en el PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 5.4% (5.3% en 2006), asociada al incremento estimado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones. Dentro de este grupo de actividades económicas destaca el mayor impulso de la sub-actividad de *hoteles y restaurantes*, cuya tasa de crecimiento estimada (4.0%), es mayor en 0.3 puntos porcentuales a la observada el año previo; como resultado, principalmente, de que en 2007 se llevaron a cabo dos convenciones internacionales de relevancia, la Cuadragésima Octava Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- y Vigésima Segunda Reunión Anual



de la Asamblea de Gobernadores de la Corporación Interamericana de Inversiones -CII-; y, la Asamblea del Comité Olímpico Internacional -COI-.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.3% en el PIB), se estima que registre una tasa de crecimiento de 4.3% (5.3% en 2006), lo cual se explica, principalmente, por el comportamiento previsto en las remuneraciones del Gobierno Central, las cuales a octubre de 2007 presentaban un crecimiento de 8.1% respecto a igual período del año anterior (11.5%)²¹.

PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2006 - 2007
Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{a/}

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2006 ^{p/}	2007 ^{e/}	Tasas de variación	
			2006	2007
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	23,821.7	24,637.0	1.2	3.4
2. Explotación de minas y canteras	1,138.6	1,241.5	17.6	9.0
3. Industrias manufactureras	33,274.7	34,358.3	3.1	3.3
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,582.6	4,821.1	2.9	5.2
5. Construcción	6,935.2	7,774.2	13.1	12.1
6. Comercio al por mayor y al por menor	21,640.9	22,520.8	3.8	4.1
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	14,155.2	16,809.7	18.6	18.8
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6,781.9	7,869.2	16.4	16.0
9. Alquiler de vivienda	17,875.6	18,577.9	2.7	3.9
10. Servicios privados	26,833.3	28,274.4	5.3	5.4
11. Administración pública y defensa	11,294.0	11,775.2	5.3	4.3
PRODUCTO INTERNO BRUTO	175,435.9	185,515.8	5.2	5.7

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe al valor de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente, a los impuestos netos de subvenciones a los productos y a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

²¹ Durante 2006 hubo un mayor número de contrataciones de personal supernumerario y el otorgamiento de un bono único a los trabajadores de los Ministerios de Educación, de Trabajo y Previsión Social y de Gobernación.



3. Producto interno bruto medido por el destino del gasto

Para 2007 se estima que las variables que integran el PIB por el destino del gasto, en términos reales, registren tasas de crecimiento positivas.

En lo que corresponde a la demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 5.3%, menor al observado en 2006 (5.9%).

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 5.2%, mayor en 0.6 puntos porcentuales al observado el año anterior, asociado a la estabilidad macroeconómica y, entre otros factores, al aumento observado en las remesas familiares.

El gasto en consumo del gobierno general, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se prevé que en 2007 exhiba un crecimiento de 7.4% (6.0% en 2006), asociado, principalmente, a una mayor ejecución presupuestaria en el gasto de funcionamiento por parte del gobierno central.

En materia de inversión, la formación bruta de capital fijo se estima que registre un incremento de 8.9%, porcentaje inferior al del año anterior (16.7% en 2006), como resultado de un aumento de 9.8% en la inversión en construcción (16.9% en 2006) y de un menor dinamismo en la inversión en maquinaria y equipo, la cual pasó de una tasa de crecimiento de 16.6% en 2006 a una de 8.2% en 2007, ésta última asociada a la desaceleración observada en las importaciones de bienes de capital a octubre de 2007, en comparación con el mismo período del año previo. En efecto, en dicho período, las importaciones de los referidos bienes para la agricultura mostraron una tasa de variación de 4.5%; para la industria, las telecomunicaciones y la construcción de 14.4%; y, para el transporte presentaron una disminución de 4.9% (35.9%, 25.4% y 15.1%, respectivamente, a octubre de 2006).

En lo que corresponde a la demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima que registre, en términos reales, un crecimiento de 10.8% (4.6% en 2006). Al respecto, cabe indicar que la demanda externa se vería impulsada por una mayor demanda de bienes y



servicios por parte de los Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país.

Por el lado de la oferta externa, las importaciones de bienes y servicios se estima que registren, en términos reales, un crecimiento de 7.5%, mayor al observado el año anterior (6.8%), como resultado del dinamismo previsto en la actividad económica para el presente año.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS 2006 - 2007**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{a/}

CONCEPTO	2006 ^{p/}	2007 ^{e/}	Tasas de variación	
			2006	2007
1. Gastos en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares	149,074.4	156,806.6	4.6	5.2
2. Gastos en consumo del gobierno general	14,642.0	15,718.2	6.0	7.4
3. Formación bruta de capital	34,271.8	37,329.0	16.7	8.9
Construcción	13,918.7	15,282.4	16.9	9.8
Maquinaria y Equipo	20,520.2	22,194.6	16.6	8.2
4. Variación de existencias	1,254.6	-231.8		
5. Exportación de bienes y servicios	46,007.7	50,963.7	4.6	10.8
6. Importación de bienes y servicios	69,934.4	75,151.6	6.8	7.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO	175,435.9	185,515.8	5.2	5.7

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

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 Q2,754.4 millones, monto superior en Q778.7 millones (39.4%) al registrado a noviembre de 2006. Dicho déficit es equivalente a 1.1% del PIB estimado para 2007



(déficit de Q1,975.7 millones a noviembre de 2006, equivalente a 0.9% del PIB preliminar para 2006). Por otra parte, cabe indicar que el nivel de los ingresos tributarios a noviembre del presente año ha permitido que la carga tributaria se ubique en 11.3%, mayor en 0.4 puntos porcentuales a la registrada en igual período de 2006.

Los ingresos fiscales, a noviembre de 2007, registraron un monto de Q30,489.9 millones, superior en Q3,942.2 millones (14.8%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 97.3% en relación al total presupuestado para 2007 (93.8% en 2006). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q28,979.3 millones, monto mayor en Q3,928.3 millones (15.7%) al registrado en el mismo período del año anterior, lo que significa un 100.5% de la recaudación tributaria programada en el presupuesto de 2007 (97.0% en 2006)²². Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos (Q964.6 millones) e indirectos (Q2,963.7 millones). El crecimiento en la recaudación de los impuestos indirectos se explica, principalmente, por el aumento de los ingresos provenientes del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto del IVA alcanzaron Q13,929.3 millones, monto superior en Q2,633.3 millones (23.3%) a lo percibido en igual período de 2006, como resultado de la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones y del IVA sobre bienes y servicios, los cuales fueron superiores en Q1,558.5 millones (21.4%) y Q1,074.8 millones (26.8%), en su orden, respecto a noviembre de 2006.

En lo que respecta al aumento en los ingresos por concepto de impuestos directos (13.2%), éste se explica, fundamentalmente, por la mayor recaudación del Impuesto Sobre la Renta -ISR- por Q1,114.5 millones (21.9%).

Es importante indicar que la mejora en la recaudación tributaria se asocia a la aplicación del Decreto Número 20-2006 del Congreso de la República, por el que se aprobaron las “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria” (vigente a partir del segundo

²² De conformidad con la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT-, los ingresos tributarios recaudados a noviembre fueron superiores en Q1,498.4 millones (5.1%) con relación a lo programado.



semestre de 2006); a las medidas administrativas adoptadas por la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT- orientadas a incrementar el nivel de los ingresos tributarios; y, al mayor crecimiento económico que se ha venido observando en 2007.

Por su parte, los gastos ejecutados a noviembre de 2007 registraron un monto de Q33,244.3 millones, mayor en Q4,720.9 millones (16.6%) a los registrados en igual período de 2006, lo que representa una ejecución de 87.7% respecto al presupuesto para 2007 (en noviembre de 2006 la ejecución registrada fue de 81.6%). En lo que respecta a la estructura del gasto total a noviembre de 2007, el gasto de funcionamiento representó 67.4% del total (67.9% a noviembre de 2006), mientras que el gasto de capital representó 32.6% del total (32.1% a noviembre de 2006).

Los gastos de funcionamiento se situaron en Q22,402.6 millones, monto mayor en Q3,028.1 millones (15.6%) al registrado en el mismo período del año anterior, lo que representó un nivel de ejecución de 87.8% con relación al total presupuestado para 2007 (87.4% a noviembre de 2006). Este resultado estuvo determinado por el aumento en las transferencias corrientes por Q1,406.9 millones, en los gastos de operación por Q935.8 millones y en los pagos de intereses de la deuda pública por Q685.4 millones. En cuanto a las transferencias corrientes a noviembre del presente año, destacan las siguientes: a la seguridad social -pensiones y jubilaciones- (Q1,826.8 millones), a la Universidad de San Carlos de Guatemala (Q841.3 millones), al Organismo Judicial (Q777.2 millones), al Ministerio Público (Q591.5 millones), al Programa Nacional de Autogestión Educativa (Q522.6 millones) y al Congreso de la República (Q377.9 millones). Adicionalmente, es importante destacar la transferencia extraordinaria realizada al Tribunal Supremo Electoral por Q409.0 millones para cubrir el presupuesto de las elecciones generales de 2007. En lo que respecta al incremento en los gastos de operación, éste se explica, entre otros, por el ajuste salarial concedido al magisterio nacional y a los trabajadores del Ministerio de Salud Pública, el cual entró en vigencia a partir de abril del presente año. Asimismo, es importante indicar que dentro de los gastos de operación se incluye el pago de comisiones a receptores fiscales y



recaudadores, que, a noviembre de 2007, ascendió a Q557.5 millones. En lo que se refiere al incremento en el pago de intereses de la deuda pública, resalta el aumento en el pago de intereses sobre la deuda pública externa por Q394.1 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q10,841.7 millones, monto mayor en Q1,692.8 millones (18.5%) al registrado en igual período de 2006, lo que representa una ejecución de 87.5% con relación a los gastos presupuestados para 2007 (71.5% en 2006). En cuanto a la composición del gasto de inversión, a noviembre del presente año, la inversión directa alcanzó Q3,752.6 millones, monto mayor en Q1,304.5 millones (53.3%) respecto a noviembre de 2006; mientras que la inversión indirecta registró Q7,089.1 millones, monto mayor en Q388.3 millones (5.8%) en relación al mismo período del año anterior. En lo referente al gasto de inversión directa, el más importante es el del Programa de Desarrollo de la Infraestructura Vial por Q2,687.7 millones, monto mayor en Q1,240.2 millones respecto al ejecutado a noviembre de 2006. En lo que respecta al gasto en inversión indirecta, sobresalen las transferencias de capital realizadas a las municipalidades del país por Q3,251.6 millones, a los consejos de desarrollo urbano y rural por Q1,067.1 millones, al Fondo de Inversión Social (en liquidación) por Q337.1 millones y el aporte del Estado al Fondo para la Protección del Ahorro por Q273.6 millones.

Como resultado de los ingresos corrientes y gastos corrientes, a noviembre de 2007, se generó un ahorro en cuenta corriente de Q7,806.9 millones, monto mayor en Q945.0 millones (13.8%) al registrado en el mismo período de 2006. En ese sentido, el ahorro en cuenta corriente registrado en el período analizado permitió financiar 72.0% del gasto de inversión (75.0% en 2006).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit registrado a noviembre, el financiamiento externo neto se situó en Q2,060.1 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q4,394.3 millones, amortizaciones de préstamos por Q1,428.4 millones y la amortización de Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por



Q905.8 millones (US\$150.0 millones²³). Los desembolsos de préstamos provinieron, principalmente, del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- para financiar parcialmente el “Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión” por el equivalente a Q1,538.1 millones; del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- para financiar el “Segundo Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia” por el equivalente a Q771.7 millones; y, del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- para financiar el “Programa de la Reforma de la Gestión Financiera Pública” por el equivalente a Q771.5 millones.

Por su parte, el financiamiento interno neto ascendió a Q3,424.3 millones, como resultado de negociaciones de títulos públicos por Q5,308.2 millones, vencimientos por Q1,290.1 millones y la amortización por Q593.8 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente al ejercicio contable 2005. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q2,730.0 millones.

A continuación se presenta un cuadro que ilustra la situación de las finanzas públicas a noviembre de 2007.

²³ Es importante indicar que la amortización de Bonos del Tesoro se registró por un monto de Q905.0 millones, tomando en consideración que el tipo de cambio histórico (vigente en la fecha de colocación) fue de Q6.03846 por US\$1.00, sin embargo, el pago efectivo fue de Q1,150.0 millones, debido a que el tipo de cambio de referencia cuando se realizó la amortización era de Q7.67199 por US\$1.00. Ello es así, porque la liquidación de las obligaciones de deuda externa se realiza al valor histórico de las mismas.



GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A NOVIEMBRE
AÑOS 2006-2007
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2006	2007 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	26,547.7	30,489.9	3,942.2	14.8
A. Ingresos	26,271.7	30,214.2	3,942.5	15.0
1. Ingresos Corrientes	26,236.4	30,209.5	3,973.1	15.1
a. Tributarios	25,051.0	28,979.3	3,928.3	15.7
b. No Tributarios	1,185.4	1,230.2	44.8	3.8
2. Ingresos de Capital	35.3	4.7	-30.6	-86.7
B. Donaciones	276.0	275.7	-0.3	-0.1
II. Total de Gastos	28,523.4	33,244.3	4,720.9	16.6
A. Funcionamiento	19,374.5	22,402.6	3,028.1	15.6
B. Capital	9,148.9	10,841.7	1,692.8	18.5
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,975.7	-2,754.4	-778.7	39.4
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	6,861.9	7,806.9	945.0	13.8
V. Financiamiento	1,975.7	2,754.4	778.7	39.4
A. Financiamiento Externo Neto	2,480.1	2,060.1	-420.0	-16.9
B. Financiamiento Interno Neto	2,603.8	3,424.3	820.5	31.5
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,108.2	-2,730.0	378.2	-12.2

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.



RECUADRO 5 LAS FINANZAS PÚBLICAS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

La política fiscal puede afectar a la oferta agregada de la economía mediante dos canales interrelacionados: 1) por su contribución al ahorro y a la inversión y, por lo tanto, a la tasa de crecimiento a largo plazo del producto; y, 2) por sus efectos sobre la eficiencia con que se asignan los recursos a usos que compiten entre sí y, por ende, sobre el nivel del producto y el crecimiento económico futuro.

La aplicación de una política fiscal expansiva puede redundar en un aumento del producto en corto plazo, sobre todo en periodos de recesión económica. En estas circunstancias, es probable que el margen de maniobra para aplicar una política fiscal expansiva sea mayor en países que previamente hayan adoptado una estrategia fiscal conservadora. Sin embargo, la efectividad de la política fiscal expansiva tiene las limitaciones siguientes: a) la escasa reacción de la oferta interna y b) la imposibilidad de sostener un elevado nivel de déficit en la balanza de pagos. De hecho, es probable que una política fiscal excesivamente expansiva genere distorsiones en la economía y, en el largo plazo reduzca el crecimiento económico, ya que un exceso de demanda, como resultado de una política fiscal expansiva, suele ser la causa de los problemas de ajuste, de inflación y de crecimiento económico sostenible.

En un estudio elaborado por Baldacci, Clements y Gupta (2003), para una muestra de 39 países, se examina el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento del PIB real per cápita durante la década de los noventa, concluyendo que cuanto más persistente sea el saneamiento de las finanzas públicas, más positivos serán sus efectos sobre el crecimiento económico. Los autores señalan que los ajustes fiscales que se basan principalmente en el recorte de los subsidios, las transferencias y las remuneraciones del sector público, cuando más duraderos sean contribuyen a afianzar la estabilidad macroeconómica en la medida en que los inversionistas tengan certeza de que no se elevarán los impuestos ni las tasas de interés para financiar futuros desequilibrios fiscales. En contraste, un ajuste fiscal leve es menos probable que genere crecimiento económico, ya que las finanzas públicas no pueden mantenerse y dicho ajuste podría revertirse en el mediano plazo. En ese contexto, un ajuste fiscal leve en la mayoría de los casos estudiados tuvo consecuencias negativas para la viabilidad fiscal y el crecimiento económico. En el estudio se señala que cuando más intenso es el desplazamiento del gasto público a favor de la inversión de capital en detrimento del gasto corriente, más duradero es el ajuste fiscal; es decir, la composición del gasto público influye con mayor intensidad en el crecimiento económico. Asimismo, los autores indican que los países de bajos ingresos contemplados en el estudio que aceleraron la recaudación tributaria -ya sea mejorando la administración tributaria, eliminando las exenciones, combatiendo la evasión o elevando la tasa impositiva- registraron reducciones del déficit más persistentes. En este sentido, el ajuste fiscal llevado a cabo por los países de bajos ingresos, dio lugar a tasas más altas de crecimiento económico, sobre todo por medio de aumentos en la productividad de los factores. Otro aspecto importante en el estudio es que cuando los fondos públicos no se utilizan de forma eficiente y la productividad del sector público es baja, la mejor composición del gasto puede incentivar el crecimiento económico.

El estudio indica que los países que gozan de estabilidad macroeconómica pueden permitirse incrementar algunos gastos corrientes, siempre y cuando tengan acceso a financiamiento de bajo costo y los recursos se destinen a fines que generen un mayor crecimiento económico, como la expansión de la infraestructura y programas de reducción de la pobreza. Por último, dado el impacto de la gestión de gobierno en la productividad y la importancia de incrementar la productividad total de los factores para fomentar el crecimiento económico, las reformas institucionales que facilitan la buena gestión de gobierno son cruciales para lograr un crecimiento sostenido. Las políticas fiscales y macroeconómicas prudentes pueden ayudar a mejorar dicha gestión, pero la reforma del gasto ha de hacerse en una secuencia adecuada para garantizar que las políticas coadyuven a un crecimiento más rápido.

FUENTE: Directrices para el ajuste fiscal. Departamento de Finanzas Públicas. Serie de Folletos. No. 49. FMI 1995
Utilizar la política fiscal para estimular el crecimiento. Finanzas y Desarrollo. Volumen 40, número 4. FMI 2003.



2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a octubre, se situó en Q24,245.5 millones, monto mayor en Q4,056.9 millones (20.1%) al monto observado en diciembre de 2006. Este incremento obedeció, principalmente, al incremento en la tenencia de Bonos del Tesoro por parte del sector privado no bancario, del sector bancario, del sector público y del Banco de Guatemala, la cual se incrementó en Q1,299.5 millones, Q1,271.3 millones, Q973.6 millones y Q593.8 millones, en su orden. En contraste, el sector no residente redujo su tenencia de valores públicos en Q81.3 millones. Es importante indicar que a octubre de 2007, el Banco de Guatemala registró una mayor tenencia 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, por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas, le corresponde cubrir la deficiencias neta que el Banco Central registre. Sobre el particular, el 28 de agosto de 2007 el Ministerio de Finanzas Públicas cumplió por tercera ocasión con dicho mandato legal, trasladando al Banco de Guatemala Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por Q593.8 millones para cubrir la deficiencia neta correspondiente al ejercicio contable 2005.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, la misma varió como consecuencia de las mayores colocaciones realizadas con el sector público y del aumento de la tenencia de Bonos del Tesoro por parte del Banco de Guatemala. En efecto, al 31 de diciembre de 2006, la participación de dichos sectores respecto del total fue de 18.5% y de 12.9% del total, respectivamente; mientras que a octubre del presente año, se ubicó en 19.4% y en 13.2%, en su orden. En contraste, el sector privado no bancario, el sector bancario y el sector no residente disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2006 a octubre de 2007, al pasar de 40.6%, 26.6% y 1.4% a 39.2%, 27.4% y 0.8%, en su orden.

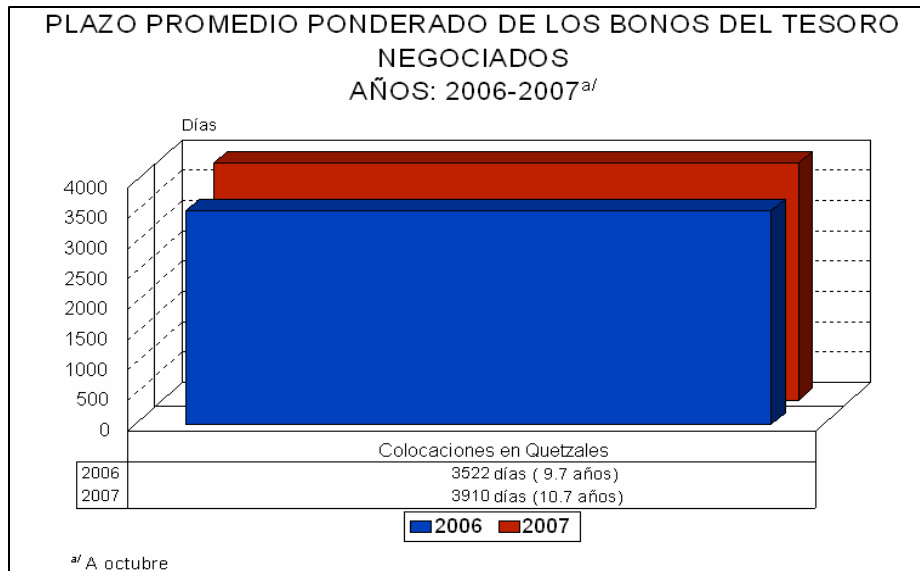


Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años 2006 - 2007
(millones de quetzales)

Tenedor	AL 31/12/2006	Estructura	AL 31/10/2007	Estructura	Variación	
					Absoluta	Relativa
TOTAL	20,188.6	100.0	24,245.5	100.0	4,056.9	20.1
Banco de Guatemala	2,597.8	12.9	3,191.6	13.2	593.8	22.9
Sector Privado Bancario	5,369.8	26.6	6,641.1	27.4	1,271.3	23.7
Sector Público	3,740.6	18.5	4,714.2	19.4	973.6	26.0
Sector No Residente	286.9	1.4	205.6	0.8	-81.3	-28.3
Sector Privado no Bancario	8,193.5	40.6	9,493.0	39.2	1,299.5	15.9

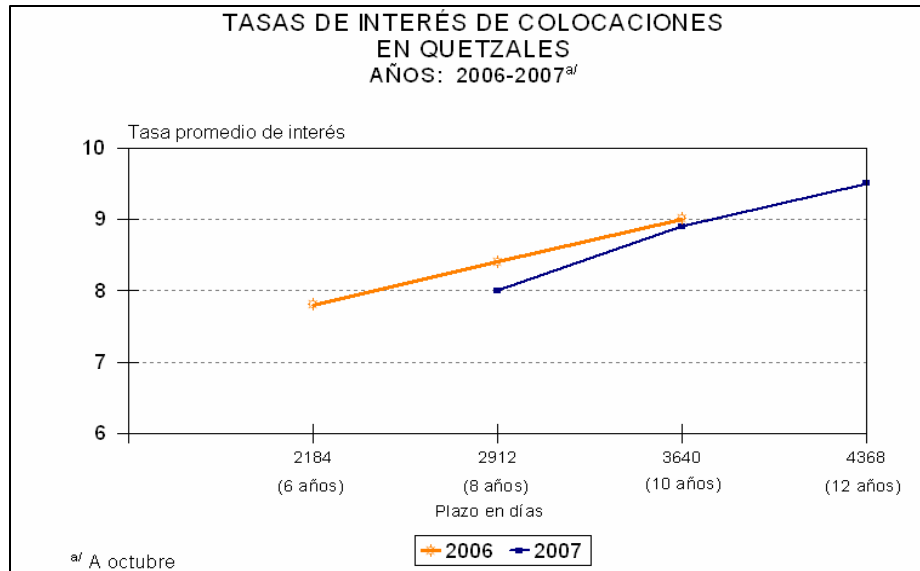
FUENTE: Banco de Guatemala.

En cuanto al plazo de colocación de la deuda interna, es importante indicar que en 2006 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 3,522 días (9.7 años), mientras que a octubre de 2007 se ubicó en 3,910 días (10.7 años). Cabe señalar que en ambos años únicamente se realizaron colocaciones de valores públicos expresados en quetzales, mediante los mecanismos de licitación y de subasta.



En lo que concierne a la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del Gobierno Central expresadas en quetzales, ésta se ubicó en 9.03%, ligeramente superior a la de 2006 (8.90%). Dicho incremento, es resultado de que en 2007 se realizaron colocaciones a 4,368

días (12 años) a 9.5%, lo que refleja un plazo promedio mayor de las colocaciones.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares a octubre de 2007, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$4,237.8 millones, monto superior en US\$379.5 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado, principalmente, de desembolsos por US\$565.1 millones y amortizaciones por US\$315.0 millones; por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$250.1 millones.

Con relación a los desembolsos por préstamos recibidos por el Gobierno Central, a octubre de 2007 destacan los siguientes²⁴: US\$237.0 millones²⁵ del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-;

²⁴ Sobresalen los de los préstamos sectoriales, los cuales se caracterizan por tener tasas de interés y plazos más favorables. Este tipo de préstamos constituyen una nueva modalidad de obtención de recursos financieros a costos relativamente más bajos que la colocación de Bonos del Tesoro en los mercados internacionales. Las condiciones financieras en las que se contratan los préstamos de tipo sectorial, permiten cierta discrecionalidad a la entidad prestataria; en el sentido de que los recursos obtenidos se perciben en calidad de apoyo presupuestario, para que el país contratante asigne los fondos a sus propias prioridades de gasto.

²⁵ Destacan los destinados a financiar el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$200.0 millones.



US\$190.9 millones²⁶ del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-; y US\$128.9 millones²⁷ del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-.

En lo que respecta a las amortizaciones de capital, es importante indicar que en agosto del presente año, se amortizaron los Bonos del Tesoro negociados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones. Asimismo, sobresalen las amortizaciones realizadas al BID por US\$47.6 millones y al BCIE por US\$47.3 millones.

3. Estimación de cierre para diciembre de 2007

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el cierre fiscal para 2007 contempla que el déficit fiscal alcanzaría un nivel de alrededor de 1.8% del PIB, ligeramente inferior al registrado en 2006 (1.9%), mientras que la carga tributaria se ubicaría en alrededor de 11.9%, igual a la registrada en 2006.

Vale la pena resaltar que en 2007 la política monetaria fue apoyada por la política fiscal, en un marco de coordinación de ambas políticas. En efecto, dicho apoyo se reflejó en un menor déficit fiscal asociado, por una parte, a una mayor recaudación tributaria y, por la otra, a disciplina en el gasto público, tal situación permitió el mantenimiento de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por arriba de lo programado.

D. SECTOR FINANCIERO

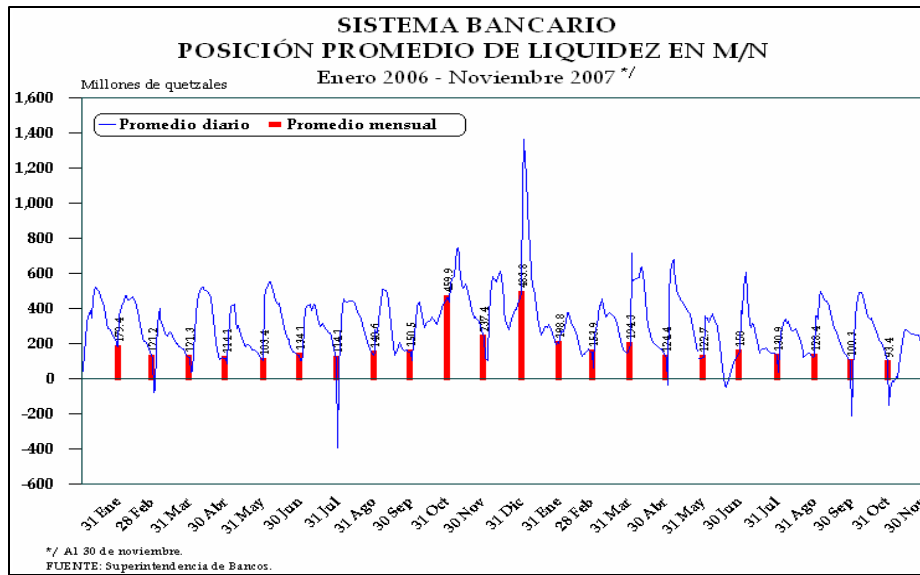
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

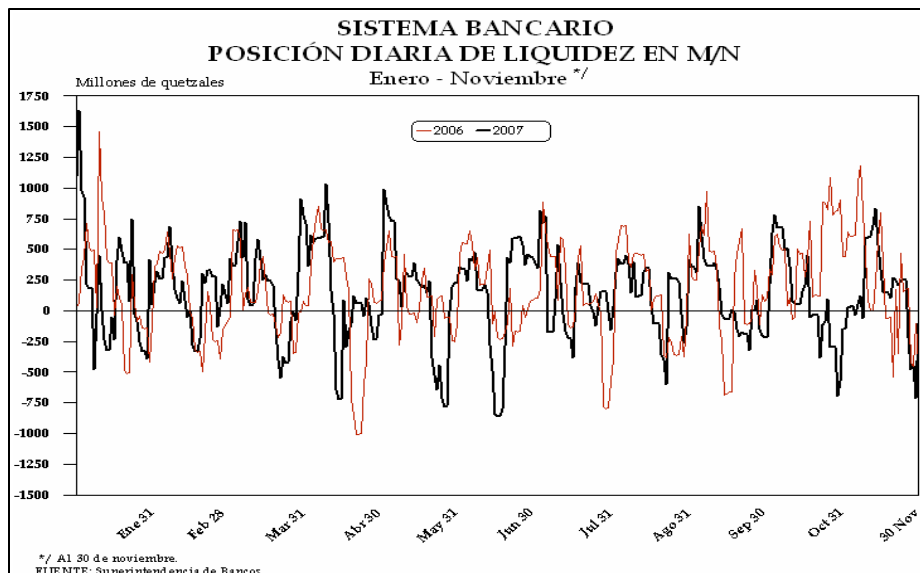
La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, es un indicador del nivel de recursos financieros disponibles en el sistema bancario. Durante el período enero-noviembre de 2007, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos de liquidez.

²⁶ Sobresalen los destinados a financiar el Programa de la Reforma de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones, el Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social por US\$20.0 millones y el Programa de Rehabilitación y Modernización Vial II por US\$17.2 millones.

²⁷ Destaca el Segundo Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$100.0 millones.



Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a noviembre de 2007, muestra una estabilidad similar a la observada en igual período de 2006. Sobre el particular, entre enero y noviembre del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 2 de enero, al situarse en Q1,636.3 millones y su nivel más bajo el 17 de junio, al ubicarse en -Q859.7 millones. Al 30 de noviembre, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en -Q108.9 millones.





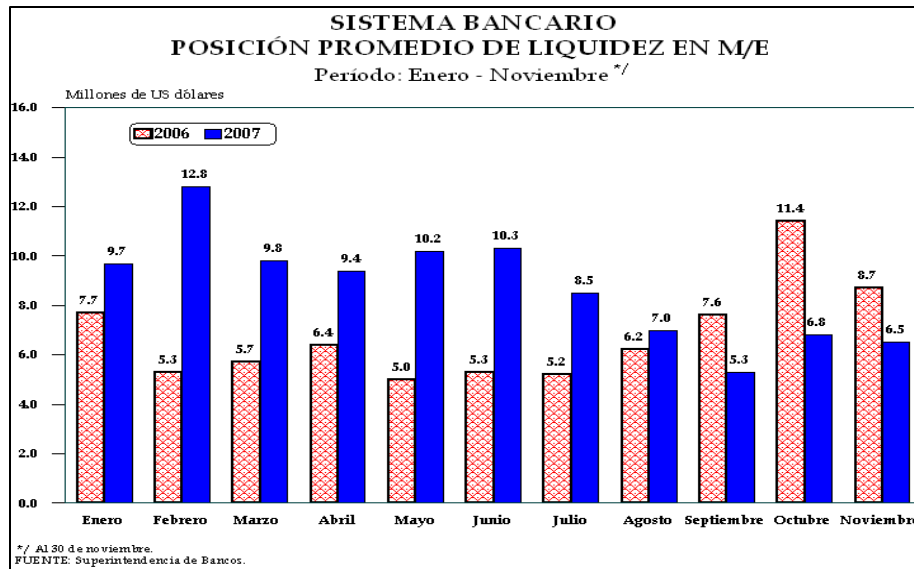
Es importante comentar que el comportamiento de la liquidez bancaria en el período citado, está asociado, entre otros factores, a las modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario²⁸. En efecto, se permitió a los bancos del sistema incluir, como parte de su encaje computable, la inversión en Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, inicialmente hasta por Q100.0 millones por cada institución bancaria, reduciéndose gradualmente a Q50.0 millones en junio y a Q25.0 millones en julio de 2007. Asimismo, se autorizó mantener a los bancos, como parte del encaje computable, fondos en efectivo en sus cajas hasta por el 75% del encaje requerido, luego en marzo se redujo al 50% hasta retornar al 25% a partir del 1 de agosto de 2007. Las referidas disposiciones permitieron, en primer término, que las instituciones bancarias contaran con mayor liquidez²⁹ y, en segundo término, que dispusieran de mayor flexibilidad en el manejo de sus disponibilidades para efectos del encaje bancario. Adicionalmente, las citadas modificaciones incluyeron la eliminación de los depósitos interbancarios del cálculo del encaje requerido, durante el período comprendido del 23 de enero al 31 de mayo, lo que significó una disminución del encaje requerido por un monto de Q232.1 millones. Cabe indicar que esta última disposición quedó sin efecto a partir del 1 de junio de 2007.

b) En moneda extranjera

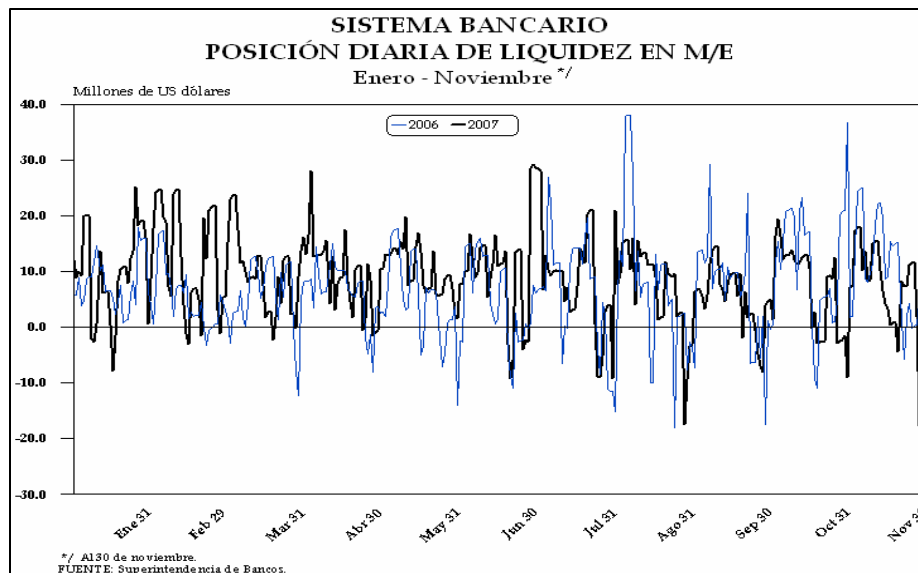
Durante el período enero-noviembre de 2007, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y las deficiencias de encaje, mostró un comportamiento positivo.

²⁸ La Junta Monetaria mediante resolución JM -20-2007 modificó en forma temporal y con vigencia hasta el 31 de marzo de 2007 el Reglamento del Encaje Bancario. En marzo extendió la medida hasta el 31 de mayo del presente año con algunas variantes respecto de las modificaciones de enero. Finalmente, en resolución JM-111-2007 se definió el procedimiento para que de forma gradual se restableciera la plena vigencia del Reglamento del Encaje Bancario contenido en la resolución JM -177-2002 y sus modificaciones, a partir del 1 de agosto de 2007.

²⁹ En efecto, al 31 de julio de 2007, las medidas implementadas permitieron la disminución de depósitos en el Banco Central por Q197.8 millones, el incremento del efectivo en las cajas de los bancos por Q385.3 millones y el registro de Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco Central, de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, de cédulas hipotecarias con garantía FHA y de cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, como parte del cómputo de su encaje, por un monto de Q136.5 millones.



Por su parte, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo.

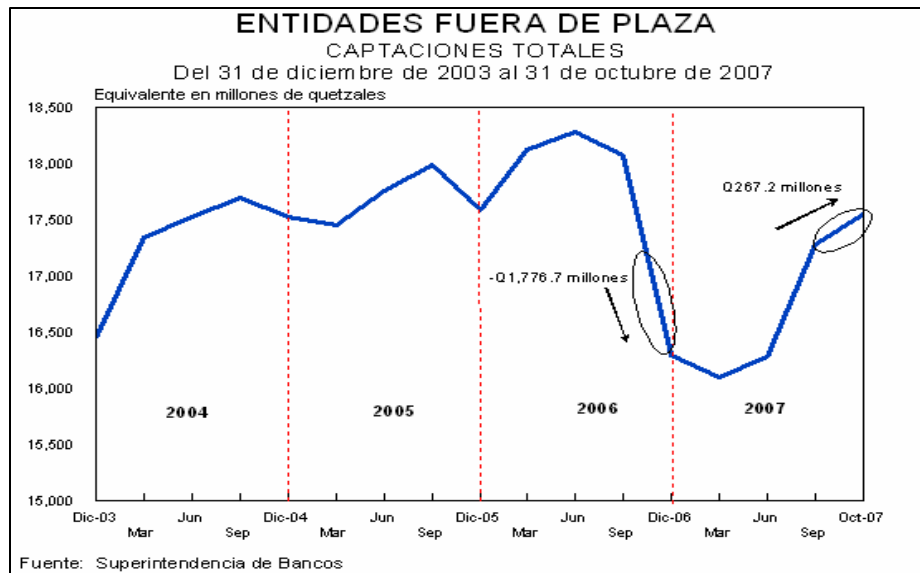


2. Entidades fuera de plaza (*offshore*)

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

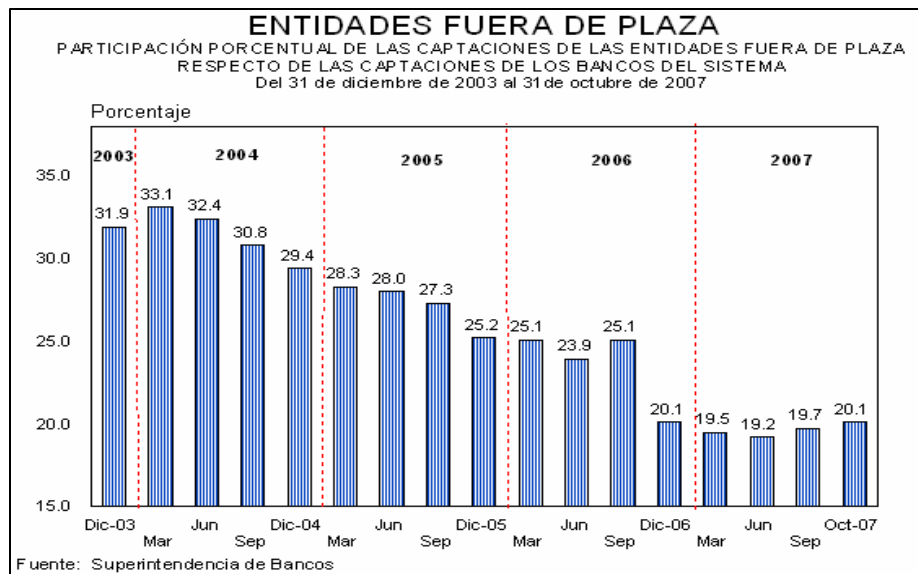
a) Captaciones

Las captaciones totales (incluyendo obligaciones financieras) de las entidades fuera de plaza registraron, al 31 de octubre de 2007, un saldo por el equivalente de Q17,558.9 millones, monto inferior en Q2,385.0 millones (12.0%) al registrado al 31 de octubre de 2006, pero mayor en Q1,258.0 millones (7.7%) al registrado el 31 de diciembre de 2006. En este comportamiento influyó, particularmente, el cierre de operaciones de Bancafé International Bank, Ltd³⁰, entidad fuera de plaza, miembro de Bancafé Grupo Financiero del País que al 30 de septiembre de 2006 registraba captaciones por un monto equivalente en quetzales de Q1,257.3 millones (7.0% de las captaciones totales de las entidades fuera de plaza).



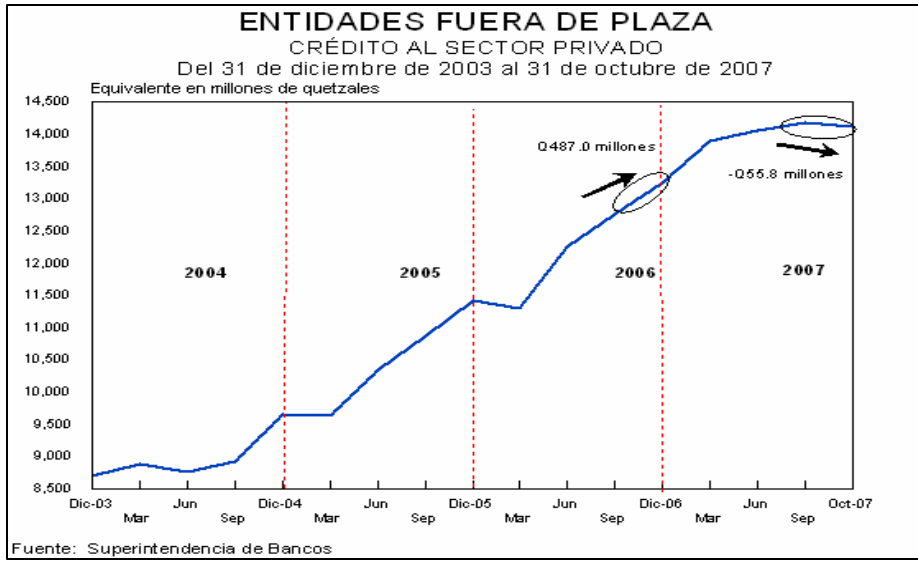
³⁰ Mediante resolución JM -122-2006, modificada por la resolución JM -125-2006, la Junta Monetaria resolvió revocar la autorización de la conformación del Grupo Financiero "Bancafé Grupo Financiero del País", que incluía a Bancafé International Bank, Ltd.

Al 31 de octubre de 2007, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban 20.1% del total de captaciones del sistema bancario nacional, porcentaje que es igual al observado a finales de 2006, situación que modifica la tendencia decreciente observada desde 2004, como se ilustra en la gráfica siguiente.

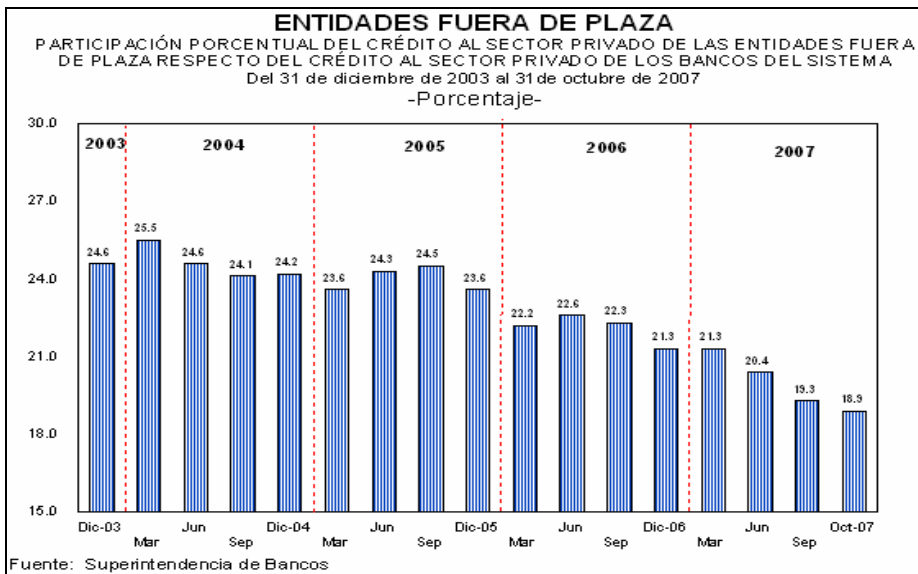


b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza, al 31 de octubre de 2007, registró un saldo por el equivalente de Q14,116.8 millones, monto superior en Q1,455.1 millones (11.5%) al observado al 31 de octubre de 2006 y mayor en Q867.1 millones (6.5%) al registrado el 31 de diciembre de 2006.



A finales de 2006 el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba 21.3% del total otorgado por el sistema bancario nacional, mientras que al 31 de octubre de 2007 tenía una participación de 18.9% del total, como se ilustra en la gráfica siguiente.

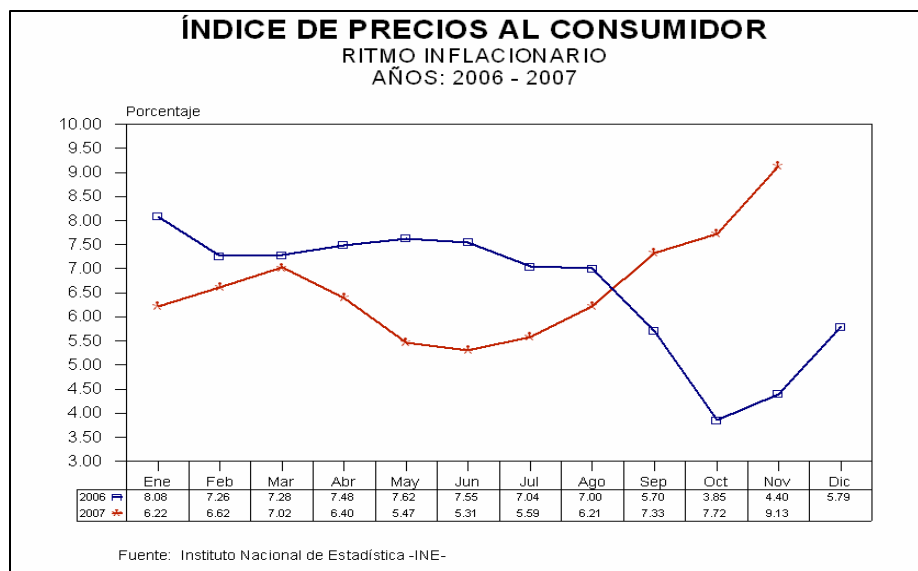


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de noviembre de 2007, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 9.13%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia (5.0% +/- 1 punto porcentual) y superior en 4.73 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2006 (4.40%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a noviembre de 2007 refleja, principalmente, el incremento que registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 14.00%, que explica 66.74% de la variación interanual del IPC. Destacan, por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Pan y cereales* (25.96%); *Aceites y grasas* (22.90%); *Hortalizas, legumbres y tubérculos* (17.57%); *Leche, productos lácteos y huevos* (13.66%); *Carnes* (6.81%); y, *Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas* (5.51%), que en conjunto explican 91.41% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son:



el *tomate* (74.10%); el *pan* (32.30%); los *productos de tortillería* (22.32%); la *gasolina* (21.32%); y, la *leche líquida fresca, descremada, pasteurizada o esterilizada* (19.54%) que en conjunto representaron 44.44% del total de la inflación a noviembre de 2007.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%), registró un crecimiento interanual de 7.28% y representó 7.88% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, especialmente, el precio medio de la *gasolina* (21.32%) y de los *automóviles* (19.41%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%), registró un crecimiento interanual de 6.54% y representó 6.60% del ritmo inflacionario total. Destaca en dicho comportamiento el incremento en los *gastos derivados del gas manufacturado y natural y gases licuados del petróleo* (20.10%); el de *alquileres reales de vivienda* (5.16%); y, el de *servicio de electricidad* (4.97%).

La división de gasto **Recreación y cultura** (ponderación 6.83%), registró un crecimiento interanual de 7.68% y explicó el 5.53% del ritmo inflacionario total. En dicho comportamiento incidió, principalmente, el incremento en los precios medios de los gastos por *viajes de paseo y/o recreación fuera del país* (24.54%); y, en el de los *gastos por ingreso a diferentes lugares, culturales, sociales y de esparcimiento* (17.90%); y, en los *gastos por suscripción y/o compra de revistas, periódicos y similares* (17.51%).

El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas, explicó, en conjunto, el 86.75% del ritmo inflacionario observado a noviembre de 2007.



ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(BASE: DICIEMBRE 2000 = 100.0)
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
Noviembre 2007

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO 2/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 3/
	100.00	9.13	9.13	100.00
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	14.00	6.09	66.74
2. Vestuario y calzado	7.94	2.88	0.19	2.12
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	6.54	0.60	6.60
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	5.35	0.39	4.27
5. Salud	5.48	3.84	0.20	2.18
6. Transporte y comunicaciones	10.92	7.28	0.72	7.88
7. Recreación y cultura	6.83	7.68	0.51	5.53
8. Educación	5.60	3.46	0.19	2.09
9. Bienes y servicios diversos	6.53	3.90	0.24	2.59

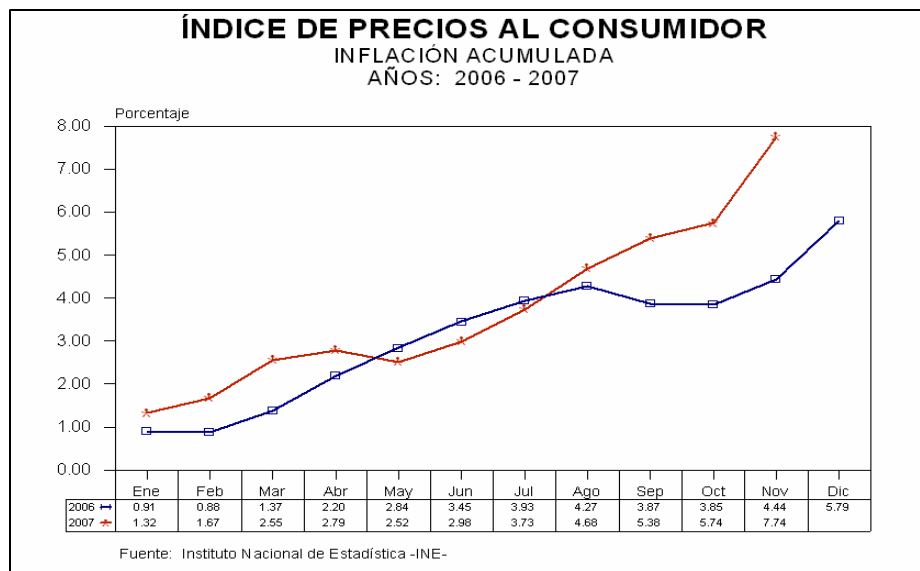
Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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.

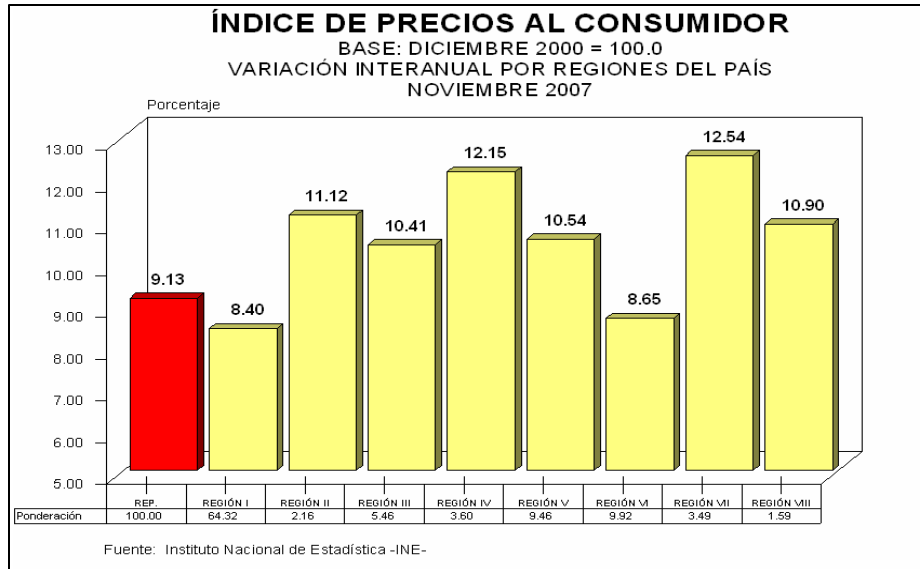
La inflación acumulada a noviembre del presente año, a nivel república, alcanzó una variación de 7.74%, superior en 3.30 puntos porcentuales a la registrada al mismo mes del año anterior (4.44%).



A nivel de regiones³¹, la Región VII registró el ritmo inflacionario más alto, 12.54%; la Región IV exhibió una variación interanual de 12.15%; y, la Región II registró una variación de 11.12%. Por su parte, la

³¹ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.

Región I, que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 8.40%, inferior en 0.73 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (9.13%).



En la Región VII, con una ponderación de 3.49% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio del *tomate* (74.29%). Por su parte, el *pan* registró una variación de 63.30%; el *maíz* de 22.20%; la *carne de aves fresca, refrigerada o congelada* de 14.14%; y, el *desayuno (o cena)* registró una variación de 10.35%. Cabe indicar que los incrementos mencionados explican, en conjunto, 60.61% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región IV, con una ponderación de 3.60%, obedece, particularmente, al alza registrada en el precio medio del *pan* (56.77%); del *tomate* (50.36%); de *otras verduras y hortalizas* (30.92%); del *pescado fresco o seco* (29.50%); de los *productos de tortillería* (23.94%); y, de la *carne de ave fresca* (12.51%) rubros que en conjunto representan 73.58% de la variación de dicha región.

El incremento observado en la Región II, con una ponderación de 2.16%, obedece, principalmente, al alza registrada en el precio medio del *tomate* (130.38%); de los *productos de tortillería* (42.48%); de las



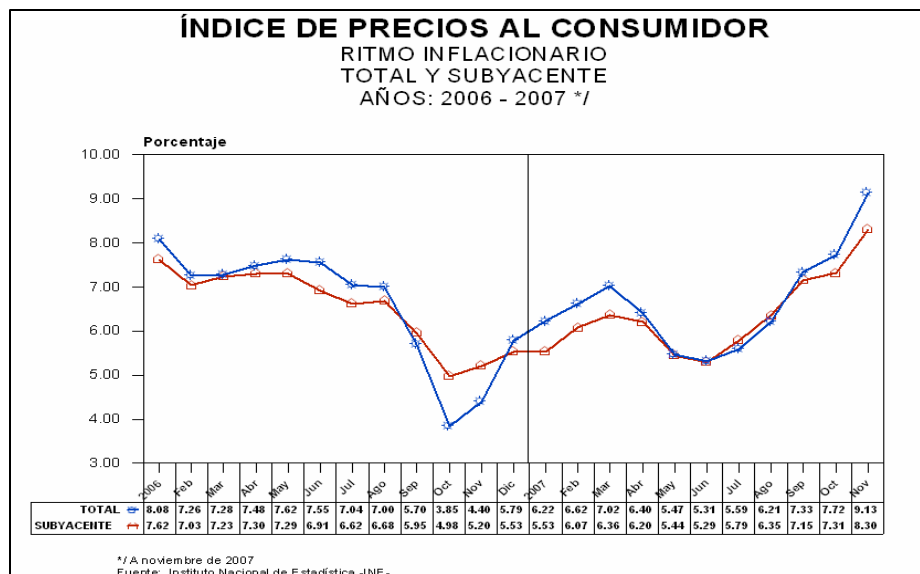
otras frutas frescas (25.57%) y de la gasolina (23.23%). Los referidos gastos básicos, en conjunto explicaron 50.36% de la variación de dicha región.

La variación interanual registrada en la Región I, con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en los precios medios del *tomate* (75.83%); del *pan* (26.98%); de la *gasolina* (21.44%); de la *leche líquida fresca* (21.74%); de los *productos de tortillería* (20.72%); de los *automóviles* (19.42%); y, de la *carne de aves fresca, congelada y refrigerada* (14.32%). Los citados productos representaron 48.33% del total de la variación registrada.

2. Inflación subyacente

La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye los índices de precios de algunos bienes y servicios que son altamente volátiles o están sujetos a choques. A este respecto, para el caso de Guatemala, se excluyen los índices de los grupos de gasto *frutas frescas, secas y en conserva; hortalizas, legumbres y tubérculos; gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo; y, gasolinas*, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.04%, respectivamente, para un total de 8.18%.

La inflación subyacente, a nivel república, registró a noviembre de 2007 una variación interanual de 8.30% (5.20% a noviembre de 2006), inferior en 0.83 puntos porcentuales a la inflación total (9.13%).



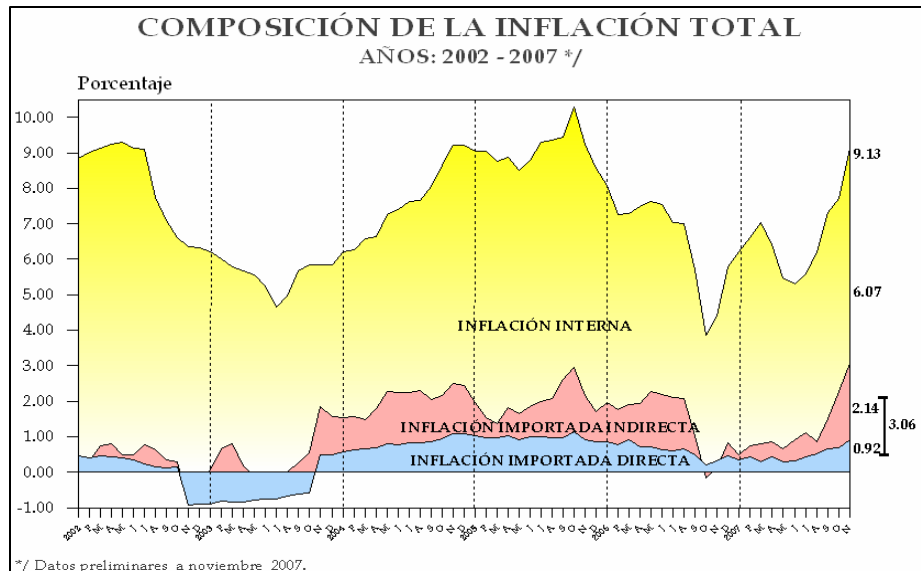
En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante la evolución de los precios del *pan*, de los *productos de tortillería* y de la *carne de aves fresca, refrigerada o congelada*, los que en conjunto explicaron 39.56% de la inflación subyacente a noviembre de 2007.

3. Inflación importada

Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario ha estado significativamente influenciado por la inflación importada, la cual a su vez responde, principalmente, al alza en el precio internacional del petróleo y de sus derivados.

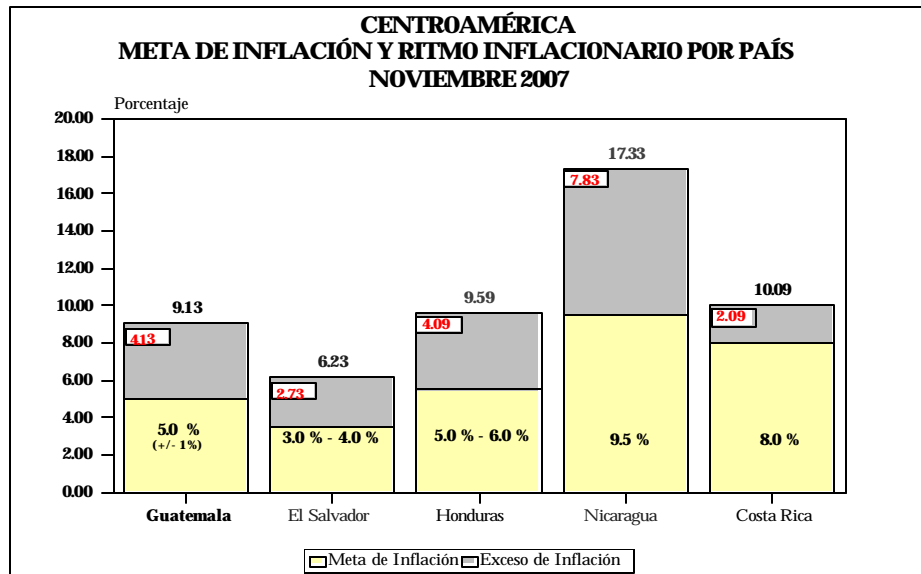
Vale la pena puntualizar que a partir de 2006, la inflación importada también ha sido influenciada por el comportamiento al alza en los precios del maíz y del trigo a nivel mundial.

A noviembre de 2007 la inflación importada explica 3.06 puntos porcentuales del ritmo inflacionario (9.13%), de los cuales 0.92 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 2.14 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente.



Por último, cabe indicar que en los países centroamericanos, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta puntual

prevista para 2007, situación que se asocia, en parte, al efecto proveniente de la inflación importada.



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

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a noviembre de 2007 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como de intensificarse la presencia de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 8.49%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario de 6.62%, también por arriba de la meta de política monetaria fijada para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

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

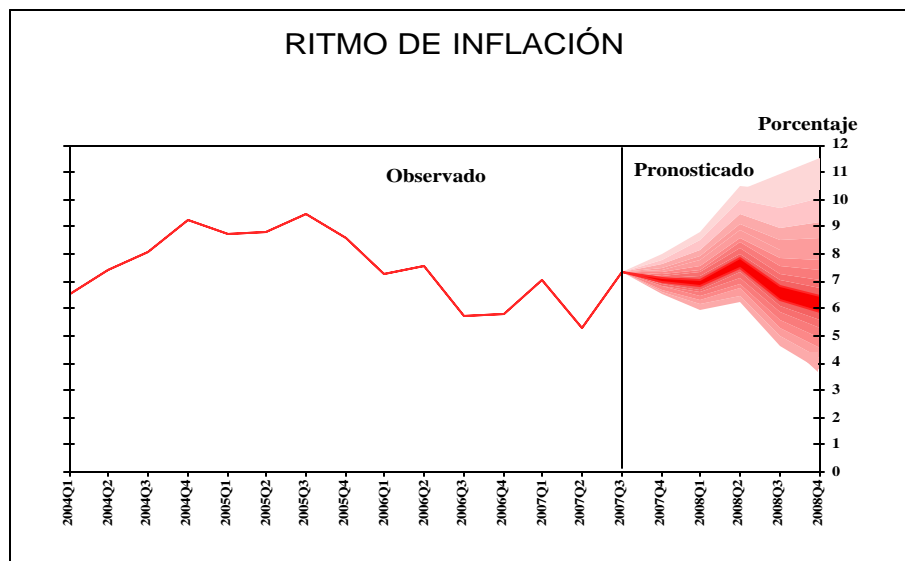
5. Pronósticos de mediano plazo, Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su corrimiento correspondiente al cuarto trimestre de 2007 y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos.

a) Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar por un “diagrama de abanico”, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información conocida en el presente.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período comprendido desde el cuarto trimestre de 2007 hasta el cuarto trimestre de 2008, generado por el cuarto corrimiento del MMS en 2007. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2007 es de 7.04%; mientras que para el cuarto trimestre de 2008 es de 6.16%.



Existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%, con excepción del precio del diesel, para el cual dicha probabilidad se fijó en 75%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es asimétrica, como lo ilustra el diagrama de abanico anterior.

b) Balance de riesgos

El cuadro siguiente muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; es decir, la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que se encuentre dentro de ciertos rangos de valores.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2007				Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2008			
Meta		5%		Meta		4.5%	
Margen de Tolerancia		± 1%		Margen de Tolerancia		± 1%	
	Pronóstico en		Diferencia		Pronóstico en		Diferencia
	2007Q3	2007Q4	(C) = (B) - (A)		2007Q3	2007Q4	(C) = (B) - (A)
	(A)	(B)			(A)	(B)	
Pronóstico Modal	6.06%	7.04%	0.98%	Pronóstico Modal	5.78%	6.16%	0.38%
P(p > Pronóstico Modal)	50%	61.35%	11.35%	P(p > Pronóstico Modal)	50%	69.92%	19.92%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores				Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores			
	Pronóstico en		Diferencia		Pronóstico en		Diferencia
	2007Q3	2007Q4	(C) = (B) - (A)		2007Q3	2007Q4	(C) = (B) - (A)
	(A)	(B)			(A)	(B)	
P(p ∈ [4%, 6%])	44.41%	1.04%	-43.37%	P(p ∈ [3.5%, 5.5%])	26.20%	20.91%	-5.29%
P(p ≥ 6%)	52.27%	98.96%	46.69%	P(p ≥ 5.5%)	53.21%	69.77%	16.56%
P(p < 4%)	3.32%	0.00%	-3.32%	P(p < 3.5%)	20.59%	9.32%	-11.27%

Como se observa en la parte izquierda del cuadro anterior, la meta de inflación para 2007 es de 5.0% +/- 1 punto porcentual. De acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2007, existía un 44.41% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la mencionada meta de inflación, un 52.27% de probabilidad de que se situara por encima de la meta y un 3.32% de probabilidad de que se ubicara por debajo de la referida meta de política monetaria. En contraste, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2007, existe un 1.04% de



probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2007, un 98.96% de probabilidad de que se ubique por arriba de la meta y ninguna probabilidad de que se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

Por otra parte, el cuadrante del lado derecho muestra el balance de riesgos del pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2008. Como se observa en dicho cuadrante, la meta de inflación para 2008 es de 4.5% +/- 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2007, existía un 26.20% de probabilidad de que la inflación interanual se encontrara dentro de la meta de inflación, un 53.21% de probabilidad de que se encontrara por encima de la meta y un 20.59% de probabilidad de que se ubicara por debajo de la referida meta. En contraste, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2007, existe un 20.91% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, un 69.77% de probabilidad de que se ubique por arriba de la meta y un 9.32% de probabilidad de que se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEM-

a) En moneda nacional

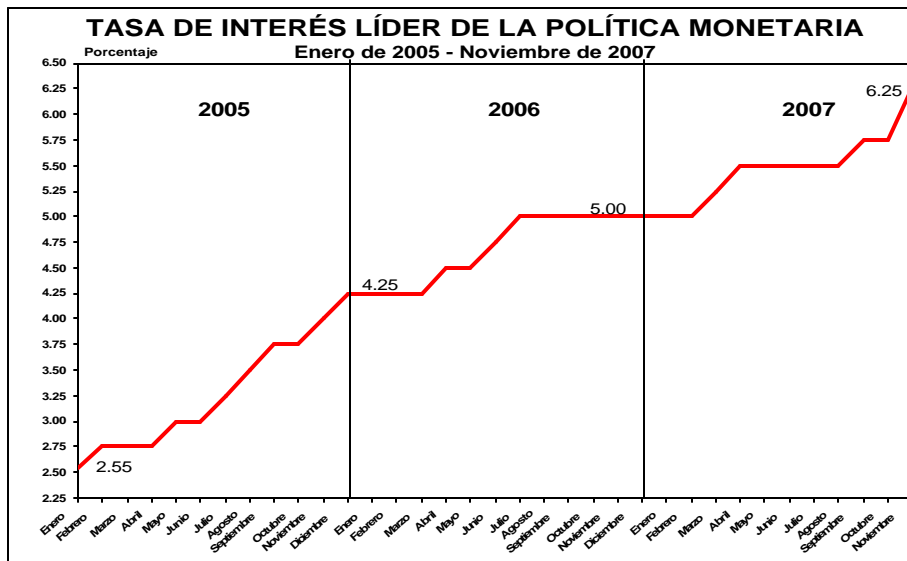
i. Por plazo

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2007, en las Operaciones de Estabilización Monetaria -OEM- de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las Bolsas de Comercio, la tasa de interés de Depósitos a Plazo -DP- al plazo de 7 días (tasa de interés líder de la política monetaria) se incrementó el 29 de marzo de 5.00% a 5.25%, el 26 de abril de 5.25% a 5.50%, el 27 de septiembre de 5.50% a 5.75%, el 2 de noviembre de 5.75% a 6.00% y el 29 de noviembre de 6.00% a 6.25%, luego de que la Junta Monetaria conociera el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y los pronósticos de inflación presentados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, tanto para 2007 como para 2008, los cuales se ubicaban por



arriba de la meta establecida para cada uno de esos años. Con los incrementos indicados en la tasa de interés líder, se busca moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, afianzar el compromiso del Banco Central en cuanto a la estabilidad en el nivel general de precios y consolidar la credibilidad de la política monetaria. Es pertinente mencionar que los incrementos en la tasa de interés líder también propician que ésta sea menos negativa en términos reales, lo cual empezará gradualmente a elevar la eficiencia en la transmisión de la política monetaria.

A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento de la tasa de interés líder de la política monetaria en los últimos años.



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



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 de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación los lunes a plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, con cupos preestablecidos; mientras que los martes y los jueves a plazos de 1092 días (3 años), de 1820 días (5 años) y de 2548 días (7 años) sin cupos preestablecidos. Asimismo, dicho cuerpo colegiado determinó que las convocatorias de los lunes se realizaran de forma alterna a los plazos de 91 días y de 182 días; es decir, 91 días y 364 días una semana y 182 días y 364 días la semana subsiguiente.

Posteriormente, con motivo de la participación del Ministerio de Finanzas Públicas en el mercado de dinero a plazos largos, el Comité de Ejecución decidió que el Banco de Guatemala suspendiera, a partir del 5 de febrero, las licitaciones de Depósitos a Plazo a plazos mayores de un año (3, 5 y 7 años).

Tomando en cuenta que aún prevalecían excedentes de liquidez de naturaleza estructural que podrían ser esterilizados, el Comité de Ejecución estimó conveniente que el Banco de Guatemala realizara nuevamente operaciones de dicha naturaleza mediante colocaciones de depósitos a plazo a plazos mayores a un año. En ese sentido, dicho Comité acordó, por una parte, que a partir del 13 de septiembre se convocara a licitación de Depósitos a Plazo a 3 años y a 5 años y, por la otra, que a partir del 9 de noviembre se convocará a licitación de Depósitos a Plazo a 8 años. Dichas convocatorias se harían semanalmente, adoptando la modalidad aplicada a inicios de 2007 y que también es utilizada por el Ministerio de Finanzas Públicas; es decir, por plazo, sin cupos preestablecidos y que las tasas de interés sean determinadas por las condiciones del mercado.

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



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

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
91	-	5.25	5.25	-	-	-	5.77	5.77	-	-	-
182	5.50	-	5.50	-	-	-	6.05	6.05	-	-	-
364	6.20	6.20	6.20	6.38	6.56	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	-
1,092	6.80	-	-	-	-	-	-	-	7.00	7.00	7.01
2,548	8.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,912	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.10

Cabe indicar que el Banco de Guatemala dejó de convocar a licitación a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, a partir del 5 de octubre, debido a la decisión del Comité de Ejecución de realizar la recepción de Depósitos a Plazo por fecha de vencimiento, en lugar de efectuarla por plazo, conforme disposiciones de la Junta Monetaria.

ii. Por fecha de vencimiento

La Junta Monetaria, en resolución JM-154-2007 del 5 de septiembre de 2007, aprobó el Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional, a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual cobró vigencia el 8 de octubre de 2007. Dicho reglamento establece, entre otras disposiciones, que el Banco de Guatemala podrá recibir Depósitos a Plazo –DP- por fecha de vencimiento. En atención a tal disposición, el Comité de Ejecución acordó que, a partir de la vigencia del referido instrumento legal, las licitaciones de DP se realizaran por fecha de vencimiento, por medio de las bolsas de comercio, los lunes de cada semana y para el efecto estableció cupos de captación con base en el valor estimado de los montos de liquidez a neutralizar, los cuales son determinados con base en los vencimientos programados de DP colocados en licitaciones y en el excedente de liquidez agregada estimado de acuerdo al programa monetario para el trimestre correspondiente. En ese sentido, las posturas se adjudican por precio y con valores nominales estandarizados, para los DP captados por medio de licitaciones, de Q100.0 miles, de Q1.0 millones y de Q10.0 millones.

El Comité de Ejecución dispuso la recepción de DP por fecha de vencimiento, con el propósito de reducir la fragmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y



fortalecimiento del mercado secundario de tales instrumentos y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de depósitos a plazo, aspectos relevantes para avanzar hacia un marco operacional de realización de operaciones de estabilización monetaria, congruente con un esquema de metas explícitas de inflación que permita mejorar la transmisión de la política monetaria.

En cuanto a las fechas de vencimiento, se establecieron las siguientes: 10 de diciembre de 2007; 10 de marzo de 2008; 9 de junio de 2008; y, 8 de septiembre de 2008. Dichas fechas se determinaron en función de los espacios monetarios que indica el programa monetario.

Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, el día de mayor concentración de vencimientos de depósitos constituidos por dichas entidades, por fechas de vencimiento, sin cupos preestablecidos, sin valores nominales estandarizados y por precio. Los precios de adjudicación serían determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando los precios de referencia establecidos por los departamentos técnicos.

En la tabla siguiente se presentan los rendimientos promedio en licitación, calculados con base en los precios de adjudicación, para las fechas de vencimiento establecidas.

RENDIMIENTOS PROMEDIO DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EN LICITACIÓN

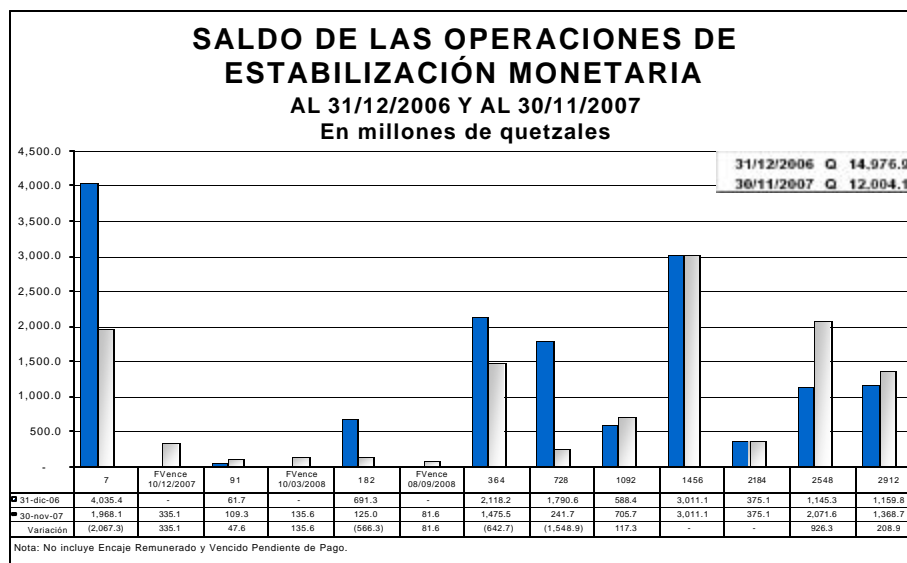
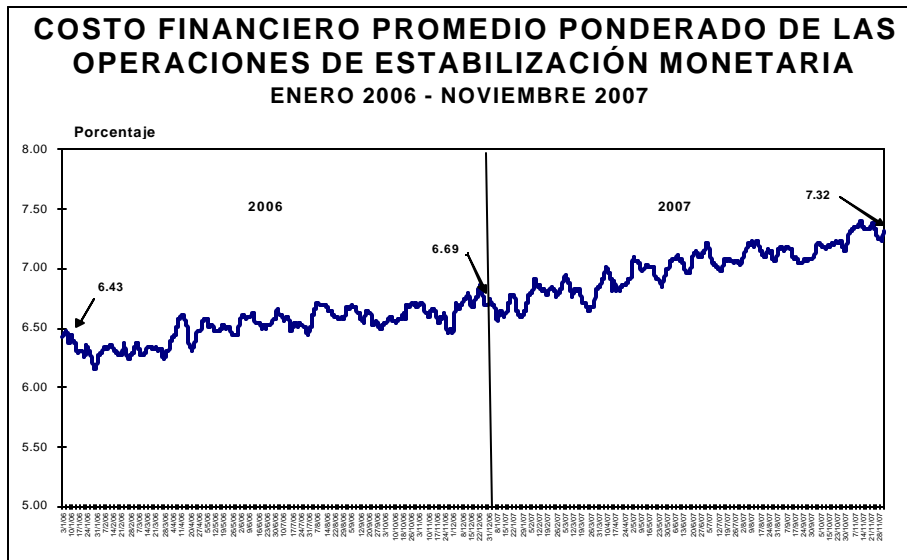
DE OCTUBRE A NOVIEMBRE DE 2007
- En porcentajes -

FECHA DE VENCIMIENTO	OCTUBRE		NOVIEMBRE	
	Por medio de las Bolsas de Valores	En forma directa	Por medio de las Bolsas de Valores	En forma directa
10/12/2007	-	5.94	-	6.12
10/03/2008	6.35	6.33	-	-
09/06/2008	-	-	-	-
08/09/2008	6.65	6.61	6.71	6.84

El costo financiero promedio ponderado del saldo de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2006 al 30 de

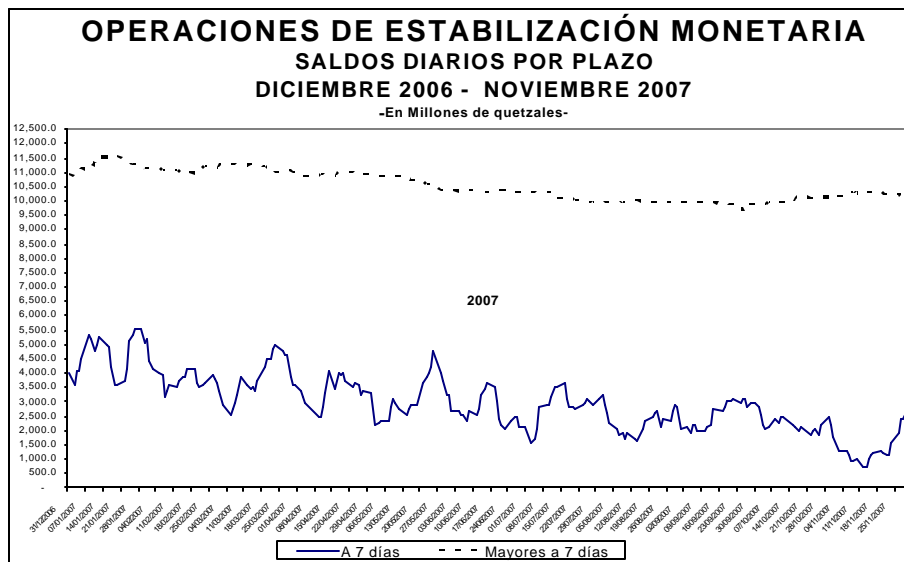


noviembre de 2007 mostró un comportamiento al alza, al pasar de 6.69% a 7.32%, como consecuencia de la colocación de OEM a los plazos de 1092 días (3 años), de 2548 días (7 años) y de 2912 días (8 años); así como, por la disminución de los saldos a corto plazo. En las gráficas siguientes se muestra, por una parte, el comportamiento del costo financiero promedio ponderado de enero de 2006 al 30 de noviembre de 2007 y, por la otra, se comparan los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2006 y el 30 de noviembre de 2007.



Al analizar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores. Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un saldo mínimo de Q9,646.5 millones el 25 de septiembre de 2007 y un máximo de Q11,576.2 millones el 19 de enero de 2007.

En cuanto a las operaciones a 7 días, éstas registraron un saldo máximo de Q5,577.9 millones el 26 de enero de 2007 y un mínimo de Q700.5 millones el 12 de noviembre 2007. El saldo total de las OEM registrado al 30 de noviembre de 2007 ascendió a Q12,004.1 millones, del cual Q1,968.1 millones (16.4%) corresponde al plazo de 7 días.



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

En ese contexto, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, recibiendo como garantía de dichas operaciones únicamente títulos públicos.



Asimismo, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 22 de enero de 2007, era necesario contar con medidas preventivas para proporcionar liquidez al sistema bancario. En ese sentido, consideró que era procedente ampliar los plazos para las operaciones de inyección de liquidez, de manera temporal, hasta el 31 de marzo de 2007, para lo cual dispuso que el Banco de Guatemala realizara dichas operaciones a los plazos de 7, de 14 y de 28 días a las tasas de interés de 6.50%, de 6.60% y de 6.75%, respectivamente. La garantía de dichas operaciones se constituiría recibiendo únicamente títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

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

El Comité de Ejecución acordó, el 30 de marzo de 2007, prorrogar hasta el 31 de mayo de 2007 la realización de operaciones de inyección de liquidez a los plazos de 7, de 14 y de 28 días, con el propósito de que, de ser necesario, las instituciones bancarias pudieran acceder a mecanismos que les permitieran proveerse de liquidez proveniente del Banco Central. Para la determinación de las tasas de interés a aplicar, el Comité acordó que el Banco de Guatemala realizara operaciones de inyección de liquidez a tasas de interés que mantengan el margen actual sobre la tasa líder de política monetaria; es decir, de 1.50 puntos porcentuales para el plazo de 7 días; de 1.60 puntos porcentuales para el plazo de 14 días; y, de 1.75 puntos porcentuales para el plazo de 28 días. Asimismo, el Comité de Ejecución dispuso que se continuara aceptando como garantía de dichas operaciones títulos públicos expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

El 25 de mayo de 2007, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 1 de junio dichas operaciones de inyección de liquidez se realizaran únicamente al plazo de 7 días y que la tasa de interés a



aplicar mantuviera el margen de 1.50 puntos porcentuales respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. Como consecuencia del último aumento decidido por la Junta Monetaria a la tasa de interés líder de política monetaria, a partir del 29 de noviembre la tasa de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 7.75%.

De enero a noviembre de 2007 se realizaron operaciones de inyección de liquidez en los términos siguientes: al plazo de 7 días, Q1,163.8 millones (Q36.4 millones en términos netos); al plazo de 14 días, Q38.1 millones (Q0.0 millones en términos netos); y, al plazo de 28 días, Q261.4 millones (Q0.0 millones en términos netos). El saldo de dichas operaciones, al 30 de noviembre era de Q36.4 millones.

b) En moneda extranjera

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

Por otra parte, el Comité de Ejecución acordó que se continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días y que para la tasa de interés a aplicar se tomara como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

El Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 26 de marzo, continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos que estime convenientes. Para el efecto, estableció que la tasa de interés a aplicar se determinara por una comisión en la que participara la Presidencia, la Gerencia y el Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, del Banco de Guatemala, para lo cual se podrá tomar como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares o la



tasa de rendimiento de las inversiones de las reservas monetarias internacionales.

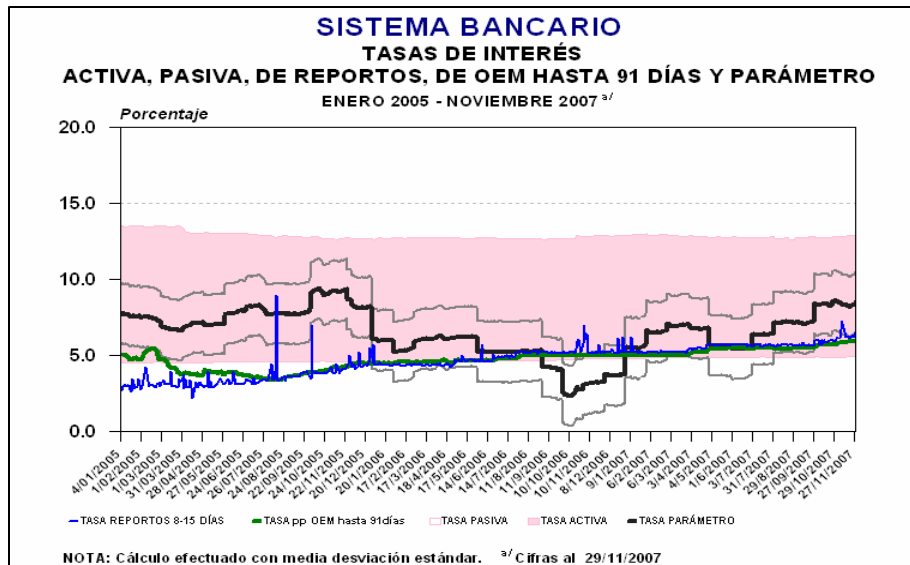
Cabe mencionar que al 30 de noviembre de 2007, el saldo de las OEM en dólares de los Estados Unidos de América fue de US\$46.7 millones.

2. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”³² e incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 establece que la tasa de interés parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

Al 29 de noviembre de 2007, la tasa de interés parámetro se situó en 8.52% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 10.50% y 6.55%, respectivamente. Tanto la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días, como la tasa de interés para las operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días se mantuvieron por debajo de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro. Al 30 de noviembre dichas tasas se ubicaron en 6.50% y 6.02% respectivamente; lo cual indica que la política monetaria a la referida fecha debería ser restrictiva.

³² Indicador utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado tasa parámetro.



3. Tasa de interés pasiva de paridad

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

Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a seis meses plazo en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) observado en el Mercado Institucional de Divisas y el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) de las posturas en el mercado de futuros de Guatemala. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado



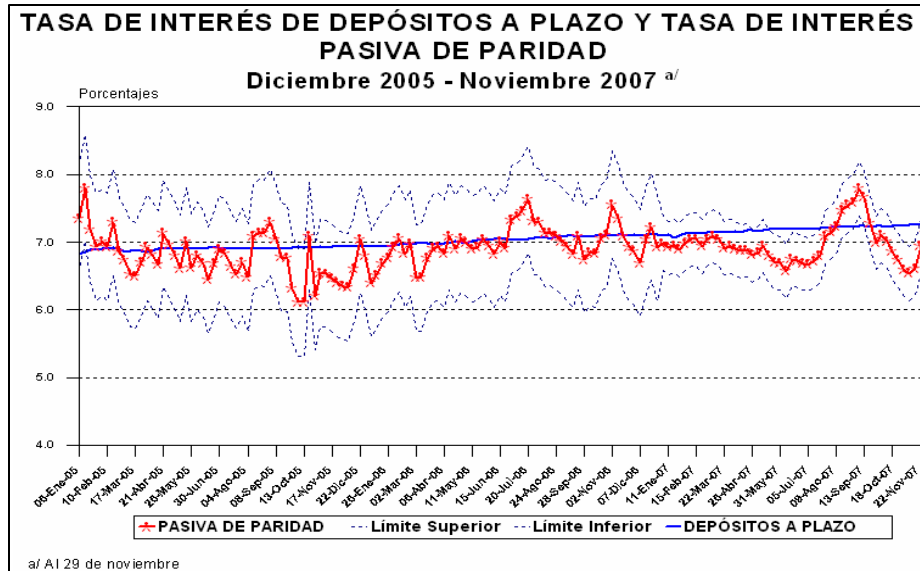
financiero internacional³³ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero a octubre de 2007 se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), con excepción de agosto y la primera quincena de septiembre, fue superior a la tasa de interés pasiva de paridad. En efecto, al 29 de noviembre, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.28%; en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.13%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación aconsejaría a los agentes económicos que a noviembre de 2007 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la variable citada, se observó que al comparar la tasa de interés para depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad³⁴, ésta se ubicó, dentro de dicho margen, durante cuatro períodos: el primero, desde enero hasta mediados de mayo de 2007; el segundo, desde la última semana de julio hasta agosto de 2007; el tercero, desde la tercera semana de septiembre hasta la primera quincena de octubre de 2007; y el cuarto, en las dos últimas semanas de noviembre, sugiriendo una orientación de política monetaria invariable. Cabe mencionar que a partir de la tercera semana de mayo hasta la tercera semana de julio y desde la última semana de octubre hasta la segunda semana de noviembre la referida variable se ubicó por arriba del límite superior del margen de tolerancia, lo que aconseja relajar las condiciones monetarias. Sin embargo, durante la primera quincena de septiembre, dicha variable se ubicó por debajo del límite inferior del margen de fluctuación, lo que sugería restringir la política monetaria.

³³ Hasta el 2 de agosto de 2007 se utilizó la tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003. A partir del 3 de agosto de 2007, dicha ponderación incluye únicamente las emisiones 2001 y 2003, en virtud de que la emisión de 1997 se amortizó en su totalidad en la referida fecha.

³⁴ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar.



4. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario³⁵

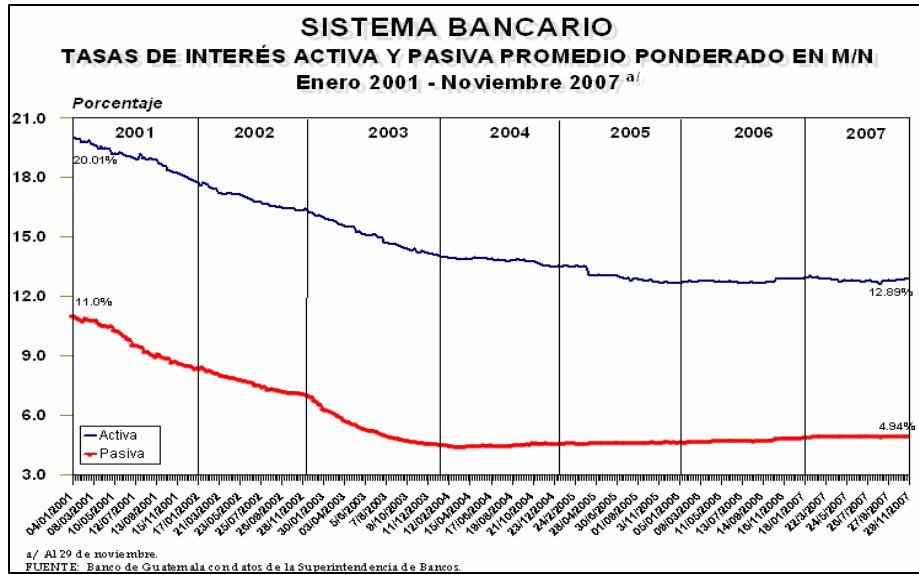
a) En moneda nacional

De enero a noviembre de 2007, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y una leve tendencia hacia la baja en el caso de la tasa activa y hacia el alza en el caso de la tasa pasiva. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 29 de noviembre se situó en 12.89%, inferior en 0.01 puntos porcentuales con respecto a la observada a finales de diciembre de 2006 (12.88%)³⁶; mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.94%, superior en 0.10 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2006 (4.84%)³⁷.

³⁵ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente al rubro de financiamiento con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. Por su parte, en el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente a los depósitos a la vista.

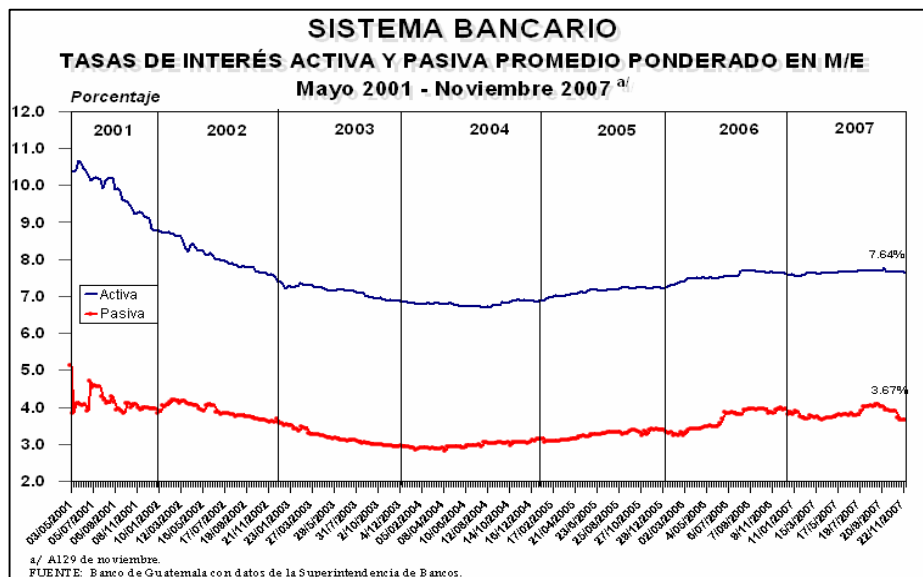
³⁶ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa en moneda nacional por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes al 31 de diciembre de 2006 registró un nivel de 11.79%, mientras que al 29 de noviembre de 2007 fue de 11.92%. En cuanto a la tasa de interés activa del grupo de bancos medianos, ésta al 31 de diciembre de 2006 fue de 13.23%, en tanto que al 29 de noviembre de 2007 se ubicó en 12.62%. En el caso de los bancos pequeños, la tasa de interés activa registrada al 31 de diciembre de 2006 fue de 15.80%, mientras que al 29 de noviembre se situó en 21.48%.

³⁷ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva en moneda nacional por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes al 31 de diciembre de 2006 registró un nivel de 4.63%, mientras que al 29 de noviembre de 2007 fue de 4.66%. En cuanto a la tasa de interés pasiva del grupo de bancos medianos, ésta al 31 de diciembre de 2006 fue de 4.76%, en tanto que al 29 de noviembre de 2007 se ubicó en 5.16%. En el caso de los bancos pequeños, la tasa de interés activa registrada al 31 de diciembre de 2006 fue de 6.00%, mientras que al 29 de noviembre se situó en 6.50%.

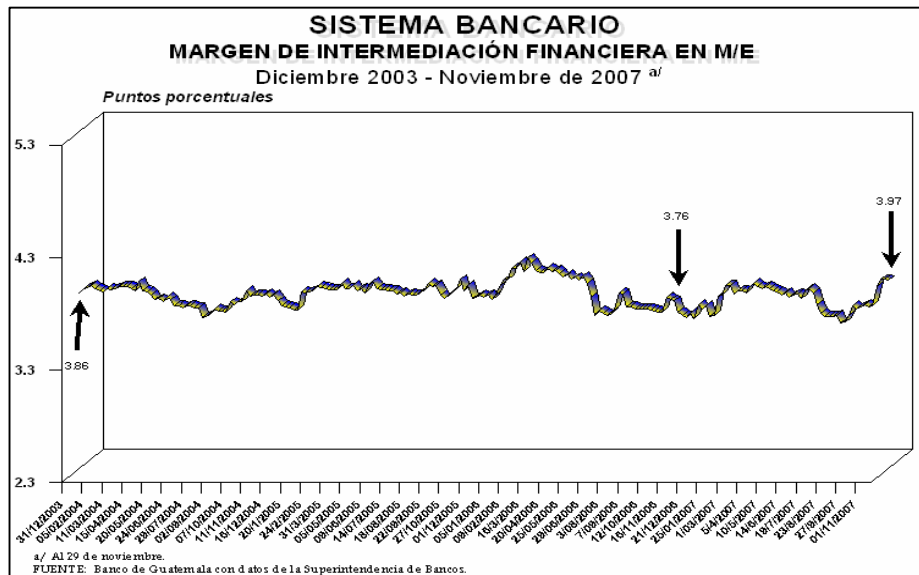


b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, durante el período enero-noviembre de 2007 exhibieron un comportamiento estable. En efecto, la tasa de interés activa, el 29 de noviembre se situó en 7.64%, superior en 0.07 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2006 (7.57%). Por su parte, la tasa de interés pasiva mostró una disminución, al pasar de 3.81% en diciembre de 2006 a 3.67% el 29 de noviembre de 2007.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.21 puntos porcentuales, al pasar de 3.76 puntos porcentuales en diciembre de 2006 a 3.97 puntos porcentuales el 29 de noviembre de 2007.



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

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central. En dicho programa se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 11.2% respecto del nivel observado a finales de 2006; sin embargo, derivado de que en el primer trimestre ocurrieron eventos no contemplados en el programa monetario original aprobado, fue necesario que el mismo se revisara.

La revisión del programa monetario fue conocida por la Junta Monetaria en ocasión del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2007 y conllevó ajustes derivados, por un lado, del cambio en las proyecciones fiscales para 2007 proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas y, por el otro, de la necesidad de volver a estimar la posición de los bancos del sistema con el Banco de Guatemala, como resultado del cambio que se observó en el comportamiento de la liquidez bancaria, luego de los eventos suscitados por la escasez de numerario que experimentó la economía nacional y por la incertidumbre que se generó en el sistema bancario ante la suspensión de operaciones de un banco del sistema en enero de 2007.



A continuación se presenta el programa monetario revisado, que incorpora la información observada al tercer trimestre de 2007.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2007
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2006 AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2007
 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	2190	1708	-482
US\$	274	214	-60
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2123	-1641	482
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	1179	-2449	-3628
1.1. Gobierno Central	1744	-2304	-4047
1.2. Resto sector público	-564	-145	419
2. Posición con bancos y financieras	887	1151	264
2.1. Crédito a bancos y financieras	-1	-2	-2
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	888	1154	266
3. Otros activos netos	207	59	-148
3.1. Gastos y productos [(-) = Productos netos]	21	-155	-175
3.2. Activos netos no clasificados	187	214	27
4. Operaciones de estabilización monetaria	419	1596	1176
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-4816	-1998	2818
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	67	67	0
Nota: OEMs totales	-4330	1958	6288

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

1. Monetización externa

En el programa monetario se previó que al 30 de septiembre de 2007 el nivel de RMIN aumentaría en Q2,190.0 millones (US\$274.0 millones); sin embargo, al finalizar el referido mes dichas reservas exhibieron un aumento de Q1,708.0 millones (US\$214.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto inferior en Q482.0 millones (US\$60.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se asocia, fundamentalmente, a que no se efectuó la recolocación de los Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$150.0 millones que se tenía prevista, de conformidad con el programa monetario; no obstante, este resultado fue contrarrestado parcialmente por un mayor ingreso de divisas por concepto de rendimientos de las RMI, respecto de lo programado, en alrededor de US\$75.0 millones.



2. Activos Internos Netos -AIN-

a) Posición con el sector público

De enero a septiembre del presente año el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q2,304.0 millones, monto superior en Q4,047.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario para dicho período, lo que se explica, principalmente, por el menor uso de depósitos del Gobierno Central, asociado a los mayores ingresos y a una menor ejecución del gasto público respecto de lo programado.

Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q145.0 millones, inferior en Q419.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en CDP, respecto de lo programado, por Q428.0 millones.

b) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, al 30 de septiembre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante por Q887.0 millones, derivado de la disminución del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, debido al menor dinamismo de las captaciones bancarias. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario hasta el tercer trimestre fue monetizante en Q1,154.0 millones, lo que representó una desviación de Q266.0 millones con relación a lo programado. Cabe indicar que dicho comportamiento puede asociarse a dos factores fundamentales: el primero, relativo a las medidas temporales de flexibilización del encaje bancario, adoptadas por la Junta Monetaria en resoluciones JM-20-2007, JM-75-2007 y JM-111-2007 (con vigencia hasta los meses de marzo, mayo y julio de 2007, en su orden), lo cual permitió a las entidades bancarias, para efectos del encaje computable, aumentar el porcentaje de participación de los fondos en efectivo mantenidos en sus cajas e incluir Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras. El segundo factor, está relacionado con la disminución de los depósitos del sistema bancario en el Banco Central, la cual,



a su vez, se vincula al menor dinamismo observado en las captaciones bancarias en lo que va del año.

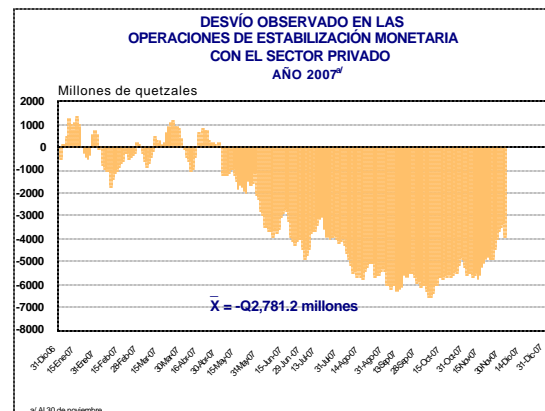
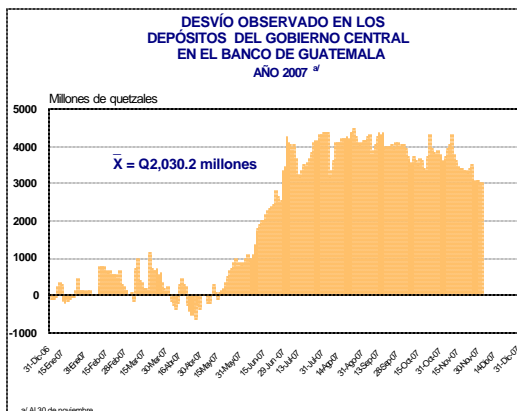
c) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el tercer trimestre fue desmonetizante en Q155.0 millones, lo que significó una desviación de Q175.0 millones respecto de lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a que los ingresos por concepto de rendimiento de inversiones de las RMI fueron superiores al pago de intereses de las OEM.

d) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que al 30 de septiembre de 2007 se tendrían que realizar OEM por Q4,330.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al finalizar el referido mes, el saldo total de las OEM registró una disminución de Q1,958.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que generó una desviación en dicha variable por Q6,288.0 millones. Dicha desviación se explica, principalmente, por la menor realización de OEM en moneda nacional con el sector privado y con bancos del sistema por Q5,993.0 millones.

Cabe indicar que en el transcurso del año, el aumento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por arriba de lo programado, ha compensado parcialmente la menor realización de operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado, como se ilustra en las gráficas siguientes.





e) Estimación de cierre del programa monetario 2007

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 contempló, como se indicó, que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 11.2% respecto del nivel observado a finales de 2006, compatible con una tasa de crecimiento de la actividad económica de 5.1% y con una meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual; sin embargo, debido a que se efectuó una nueva estimación de crecimiento del PIB de 5.7% para 2007, fue necesario revisar la estimación de la demanda de emisión monetaria para finales de ese año. En ese contexto, la nueva estimación de la demanda de emisión monetaria prevé un incremento interanual de dicha variable por alrededor de 11.8%, lo que es congruente con el comportamiento de las variables monetarias a noviembre, con la estimación del desenvolvimiento de los sectores real y externo, así como la estimación de cierre de las variables fiscales.

A continuación se presenta la estimación del programa monetario para el último trimestre de 2007 y del cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.

PROGRAMA MONETARIO 2007
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES

CONCEPTO	TRIMESTRES 2007				Total 2007
	I	II	III	IV	
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	1507	1918	-1717	92	1800
US\$	188	240	-215	12	225
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-1624	-1637	1680	1643	63
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1838	-3050	2438	1466	-983
1.1. Gobierno Central	-1249	-3475	2420	1629	-674
1.2. Resto sector público	-589	426	19	-164	-309
2. Posición con bancos y financieras	1740	-852	263	-1479	-328
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	-2	0	0	-2
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1741	-850	263	-1479	-326
3. Otros activos netos	400	10	-350	-8	52
3.1. Gastos y productos [(-) = Productos netos]	5	-17	-142	-49	-204
3.2. Activos netos no clasificados	395	27	-208	41	256
4. Operaciones de estabilización monetaria	394	1638	-437	1145	2741
5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez	-2320	617	-234	519	-1418
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-116	281	-36	1735	1863



Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaría que en el cuarto trimestre las reservas monetarias internacionales netas muestren un aumento de US\$12.0 millones, derivado, principalmente, de los productos derivados de la inversión de las RMI. Tomando en cuenta la información disponible a noviembre, se estima que al finalizar el año se registre un aumento en las RMIN de alrededor de US\$225.0 millones, monto que permitiría continuar consolidando la posición del sector externo del país.

Consistente con el comportamiento de las RMIN y de la demanda de emisión monetaria, en el cuarto trimestre los AIN del Banco de Guatemala monetizarían en Q1,643.0 millones, mientras que al cierre de 2007 se esperaría que moneticen en Q63.0 millones.

Considerando el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala a noviembre de 2007, así como el cierre de las finanzas públicas, se estimaría que en el cuarto trimestre el Gobierno Central disminuya sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q1,629.0 millones. De esa cuenta, al finalizar 2007 la desmonetización generada por el Gobierno Central sería de Q674.0 millones. Por su parte, se esperaría que en el cuarto trimestre el resto de las entidades públicas aumenten sus depósitos e inversiones en CDP en Q164.0 millones, por lo que al finalizar el año se estima que dichas entidades desmoneticen en alrededor de Q309.0 millones, de manera que la desmonetización generada por el sector público no financiero consolidado sería de Q983.0 millones.

En cuanto a la posición con bancos y financieras, se esperaría que al finalizar el cuarto trimestre dichas entidades aumenten sus depósitos en el banco central en Q1,479.0 millones, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento esperado de las captaciones bancarias durante el último trimestre. Por lo anterior, se estima que al finalizar 2007 dicha posición genere una desmonetización por Q328.0 millones.

Tomando en consideración las estimaciones del gasto derivado de las operaciones de estabilización monetaria, así como de los productos derivados de la inversión de las RMI, durante el cuarto trimestre el costo neto de la política monetaria, cambiaria y crediticia registraría un



superávit de Q49.0 millones, por lo que al finalizar el año se esperaría que por primera vez desde 1984, se observen productos netos de alrededor de Q204.0 millones.

En el cuarto trimestre de 2007, consistente con la demanda de emisión monetaria por Q1,735.0 millones y con la monetización de origen externo por el equivalente a Q92.0 millones, los rubros que integran los AIN del Banco de Guatemala, serían monetizantes en Q1,643.0 millones.

D. LIQUIDEZ PRIMARIA

La Junta Monetaria en resolución JM-64-2006 dispuso, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y de las OEM que tienen incidencia en la liquidez bancaria, denominado base monetaria amplia.

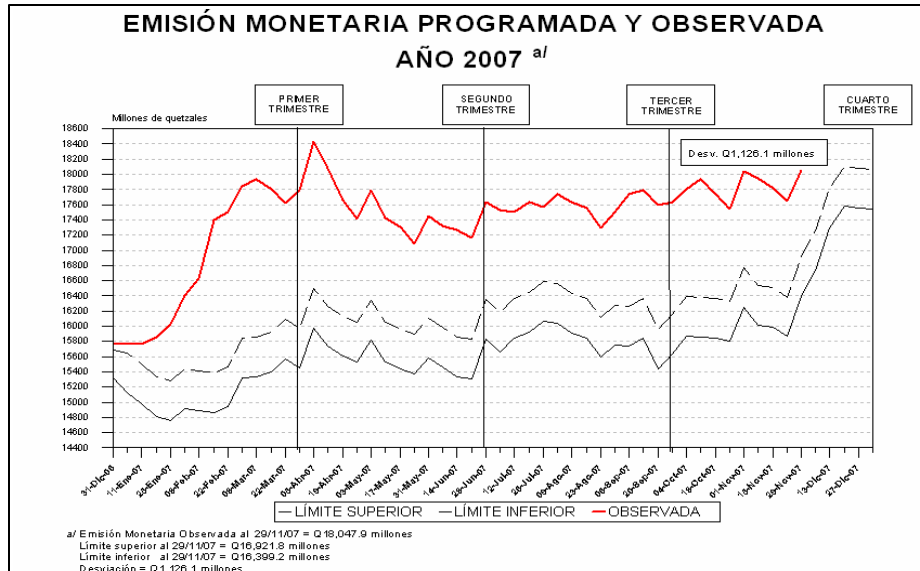
A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 29 de noviembre de 2007.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2007, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos interanuales, en alrededor de 11.2%³⁸, aumento compatible con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 5.1% y con la meta de inflación (5% +/- 1 punto porcentual).

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

³⁸ Es importante resaltar que de acuerdo con la estimación del cierre del programa monetario para 2007, se prevé que la emisión monetaria registre un incremento interanual de alrededor del 11.8%, congruente con la nueva estimación de crecimiento del PIB de 5.7% para 2007.

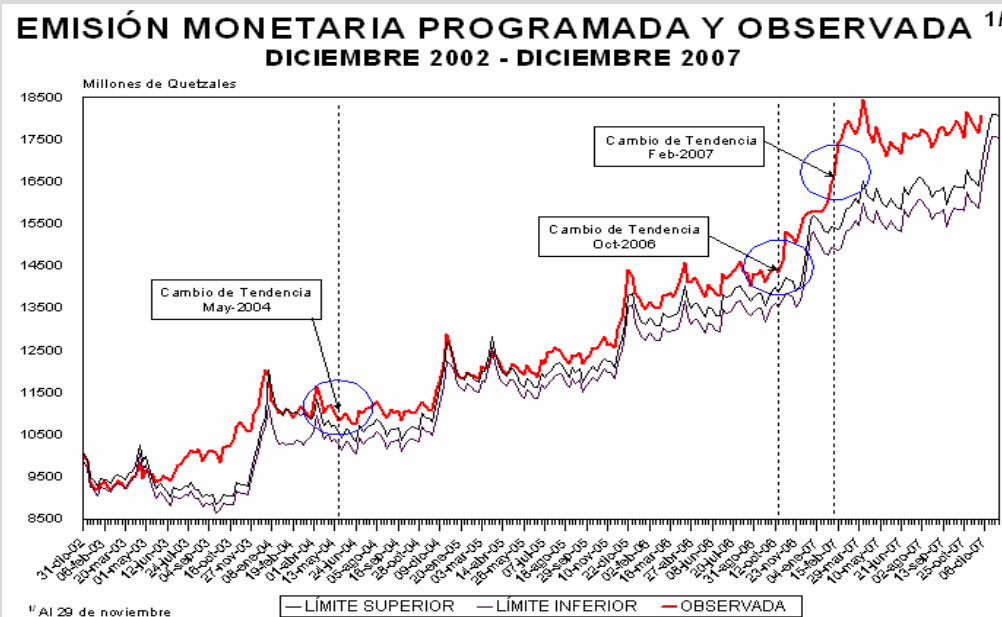


Al 29 de noviembre de 2007, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando a esa fecha un desvío de Q1,126.1 millones³⁹. Dicho excedente de emisión se explica, por el lado de la oferta, principalmente porque en el período en mención el saldo de las OEM fue menor en aproximadamente Q2,053.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario vigente.

³⁹ Se prevé que a finales de 2007 el desvío de la emisión monetaria respecto del límite superior del corredor programado, ascienda a Q1,200.0 millones. Según los análisis de los departamentos técnicos, del referido desvío alrededor de Q500.0 millones no generarían presiones inflacionarias, por lo que el monto restante de Q700.0 millones debe neutralizarse en 2008, valor que se incorpora en el corredor programado para dicho año.

RECUADRO 6 ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA EMISIÓN MONETARIA

Durante los últimos años se ha observado que la emisión monetaria ha registrado valores por arriba de su nivel programado, por lo que las autoridades monetarias solicitaron la elaboración de un análisis que permita identificar los factores que han propiciado una mayor demanda de emisión monetaria, así como el impacto del exceso de liquidez primaria sobre el nivel general de precios. Para tal efecto, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala llevaron a cabo un análisis econométrico para el período 2002-2007, por medio del cual se logró determinar que la emisión monetaria ha experimentado tres cambios significativos hacia el alza en su comportamiento tendencial, particularmente en mayo de 2004, en octubre de 2006 y en febrero de 2007, como se ilustra en la gráfica siguiente.



El primer cambio estructural, registrado en mayo de 2004, se asocia al motivo transacción, como resultado del aumento de la actividad económica que se inició durante ese año. En efecto, la variación interanual de la tendencia ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- registró su nivel más alto en mayo de 2004 (3.92%).

Por su parte, el análisis econométrico identificó que el segundo cambio estructural de la emisión monetaria se registró en octubre de 2006, como consecuencia de dos eventos extraordinarios que se registraron durante el cuarto trimestre de dicho año. El primero se refiere a la suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A., y el segundo se asocia a los rumores infundados acerca de problemas de liquidez en un banco del sistema. Dichos eventos, asociados al motivo precaución, provocaron que la demanda de emisión monetaria se incrementara significativamente en la fecha indicada.

El último cambio estructural de la emisión monetaria se produjo en febrero de 2007, posterior a la escasez de numerario registrada a finales de 2006 y a la suspensión de operaciones de Banco de Comercio, S.A. en enero de 2007. Vale indicar que al superarse la referida escasez, en febrero del citado año, se observó un considerable aumento en la demanda de emisión monetaria.

Otro factor que ha incidido en el incremento de la emisión monetaria es el aumento en el promedio de efectivo que abastece a los cajeros automáticos, el cual forma parte de la caja de los bancos.



Adicionalmente, se logró determinar mediante una estimación econométrica que los citados cambios estructurales de la emisión monetaria influyeron en el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor -IPC-. En efecto, en el período comprendido entre 2001 y 2005 un incremento de 1% en la emisión monetaria generaba un incremento de 0.52% en el IPC, con un rezago de 12 meses. No obstante, si el período de análisis se amplía hasta noviembre de 2007, el incremento en el IPC es de 0.55%, mientras que el rezago significativo permanece en 12 meses. Cabe señalar que dichos valores deducen el efecto en el IPC proveniente de las variaciones en el precio internacional del petróleo y sus derivados, del trigo y del maíz.

En resumen, se determinó que la emisión monetaria ha experimentado tres cambios estructurales; el primero se asocia a un aumento en la actividad económica; el segundo, se produce posteriormente a la suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A. y el ataque especulativo a un banco del sistema; y, el tercero se originó como consecuencia de la escasez de numerario experimentada por la economía a finales de 2006, de la suspensión de operaciones de Banco de Comercio, S.A. en enero de 2007, y del aumento en la demanda de efectivo para el abastecimiento de cajeros automáticos. Finalmente, por medio de un análisis de regresión se determinó que el exceso de liquidez primaria ha incidido en el nivel general de precios.

2. Base monetaria amplia

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

En ese sentido, la base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las OEM de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento de hasta 91 días)⁴⁰.

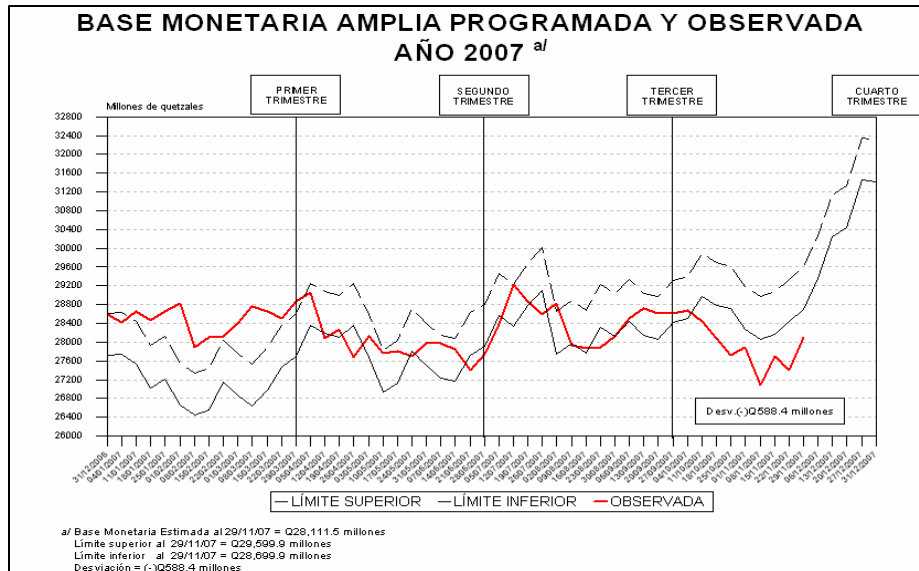
Al igual que en el caso de la emisión monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, el seguimiento de la base monetaria amplia puede realizarse mediante un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

⁴⁰ Esta versión amplia de base monetaria es consistente con lo previsto en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (Edición 2000) del Fondo Monetario Internacional. Cabe indicar que la versión restringida de la citada variable, se integra únicamente por el numerario en circulación y el encaje bancario.



Cabe indicar que el margen de tolerancia del referido corredor se estableció en una desviación estándar.

En el contexto descrito, se estima que al finalizar el año, la base monetaria amplia crezca en alrededor de 13.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que representa un aumento de Q3,701.8 millones.



Durante el primer trimestre de 2007, la referida variable mostró un desvío promedio de Q569.0 millones por arriba del límite superior del corredor programado, comportamiento que se asocia, básicamente, a la mayor demanda de numerario por parte de los agentes económicos.

A lo largo del segundo y tercer trimestres del año, la trayectoria del saldo de la base monetaria amplia registró una tendencia muy cercana a su comportamiento estacional, registrándose durante dicho período un desvío promedio de Q214.0 millones por debajo del límite inferior del corredor programado. Cabe indicar que a partir del cuarto trimestre, la base monetaria amplia empezó a registrar una reducción importante en su nivel, ubicándose el 29 de noviembre, Q588.4 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que implica una desviación promedio durante octubre y noviembre de Q711.6 millones por debajo de dicho límite. Tal



comportamiento se explica, principalmente, por la disminución en el encaje bancario.

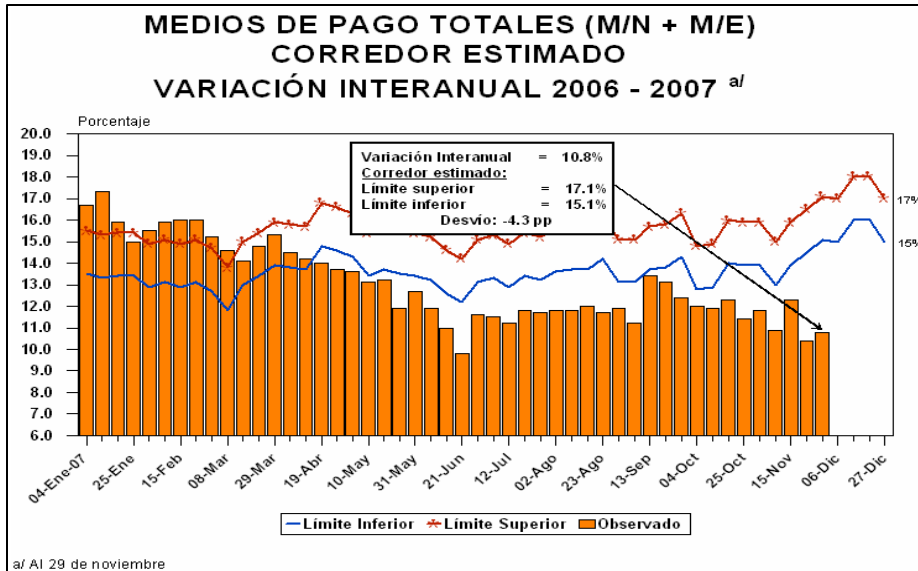
Por su parte, la orientación que brinda la liquidez primaria, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables ⁴¹. En ese sentido, como se indicó, al 29 de noviembre de 2007, la emisión monetaria, se ubicó Q1,126.1 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria amplia se ubicó Q588.4 millones por debajo del límite inferior del corredor programado. En términos ponderados el desvío sería de Q268.9 millones, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva.

E. MEDIOS DE PAGO TOTALES

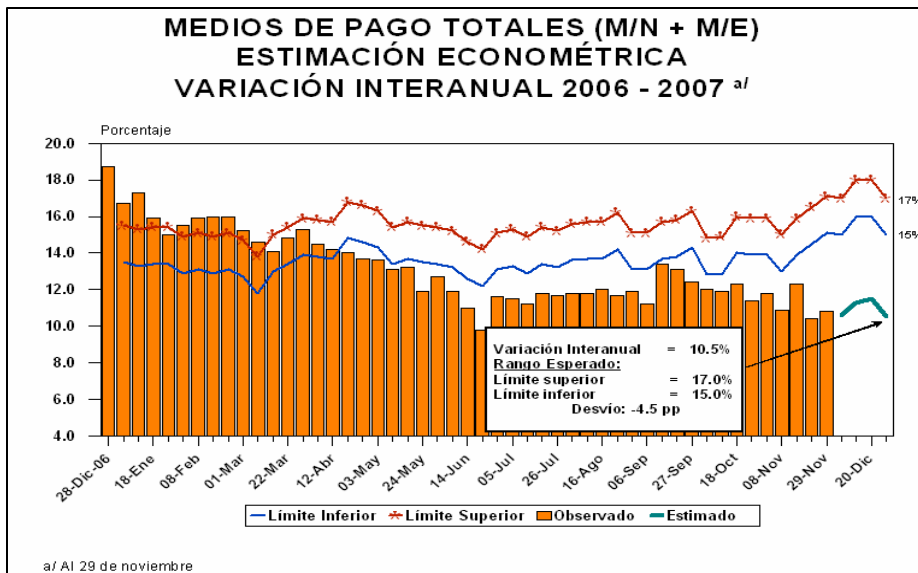
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se consideró que en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2) crecerían entre 15% y 17%, en términos interanuales para finales de año. Al 29 de noviembre de 2007, la variación interanual de M2 fue de 10.8%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para esa fecha (15.1% - 17.1%).

Además de considerar el corredor estimado, en el análisis de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2007, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente, como se ilustra en la gráfica siguiente.

⁴¹ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.



Con base en información al 29 de noviembre de 2007, la estimación econométrica de la variación interanual de los medios de pago totales para finales de año se situaría en 10.5%, la cual se ubicaría por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2007 (15.0% - 17.0%), como se ilustra en la gráfica siguiente.



La orientación que brindan los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar el desvío



tanto del corredor estimado como el de la estimación econométrica⁴². Al 29 de noviembre de 2007, la orientación ponderada presentó un valor negativo de 4.40 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada⁴³.

F. CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO

1. Tasa de crecimiento

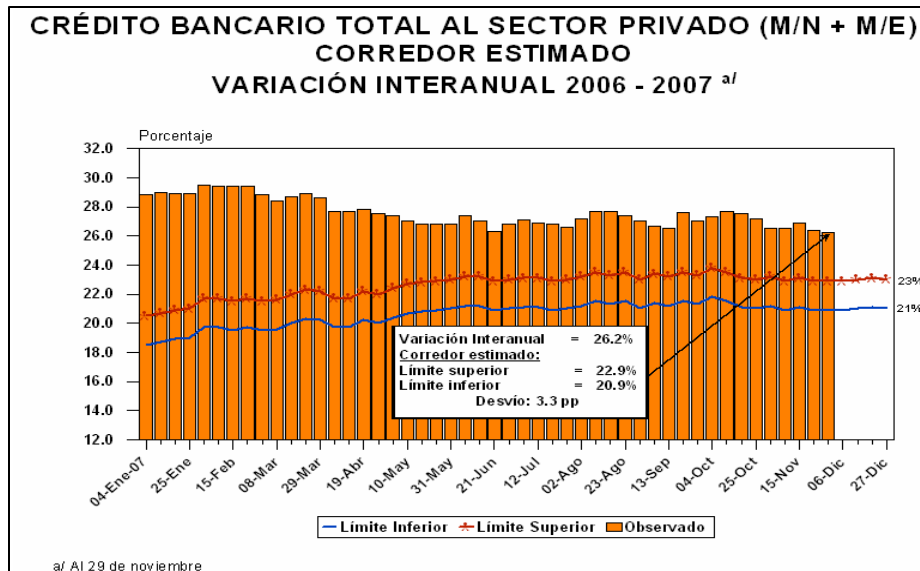
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 21.0% y 23.0%, consistente con el crecimiento de los medios de pago totales, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 29 de noviembre de 2007, la variación interanual del crédito bancario al sector privado total se situó en 26.2%⁴⁴, por encima del límite superior del corredor estimado para esa fecha (20.9% - 22.9%), como se ilustra en la gráfica siguiente.

⁴² Para el seguimiento de los medios de pago totales se toma en consideración una ponderación que incluye el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha de análisis respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se considera un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago totales para 2007 estimada econométricamente y el rango esperado en la política monetaria para diciembre de 2007 (15.0% -17.0%).

⁴³ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

⁴⁴ Si al crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, se le adiciona el de las sociedades financieras y las entidades fuera de plaza, la variación interanual sería de 23.0%, inferior a la registrada en igual período de 2006 (25.0%).

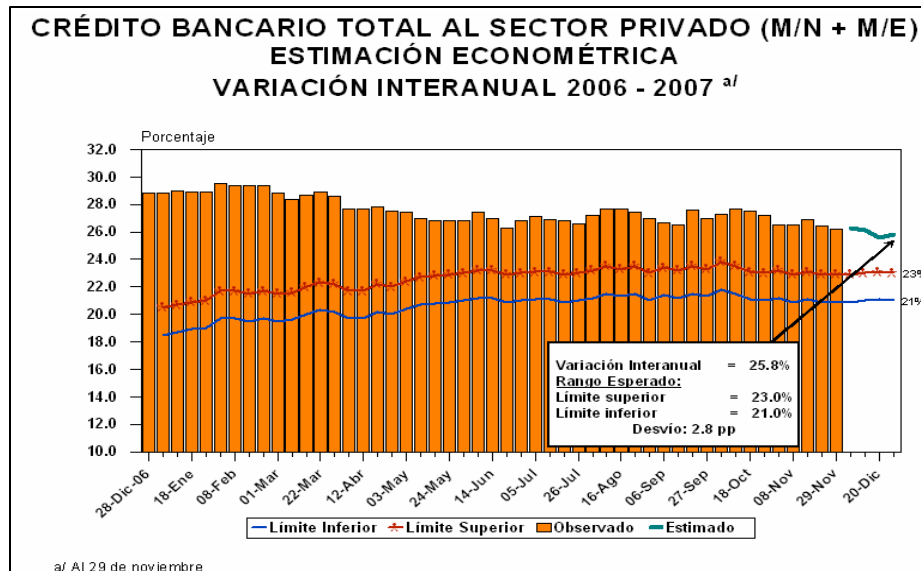


Al igual que en el caso de los medios de pago totales, la interpretación de esta variable también incorpora una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2007⁴⁵, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado en el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente.

Con base en información al 29 de noviembre de 2007, la estimación econométrica de la variación interanual del crédito bancario al sector privado para finales de año sería de 25.8%, la cual se ubicaría por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2007 (21.0% - 23.0%). Sobre el particular, cabe puntualizar que, si bien el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado en moneda nacional se ha venido desacelerando (de 28.4% al 31 de diciembre de 2006 a 20.3% el 29 de noviembre de 2007), el ritmo de crecimiento en moneda extranjera ha crecido significativamente (de 29.9% al 31 de diciembre de 2006 a 43.0% el 29 de noviembre de 2007), situación que aconseja analizar medidas de naturaleza prudencial en el ámbito de la administración del riesgo de crédito en dicha moneda, aspecto que contribuiría a desacelerar el crédito bancario al sector

⁴⁵ El seguimiento del corredor estimado para el crédito bancario al sector privado se complementa con una estimación que incorpora la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente con una estimación econométrica que incluye el comportamiento estacional para varios años y que se ajusta periódicamente con información nueva de cada semana.

privado en moneda extranjera, lo que coadyuvaría a mitigar los efectos monetarios que se derivan de su actual expansión.

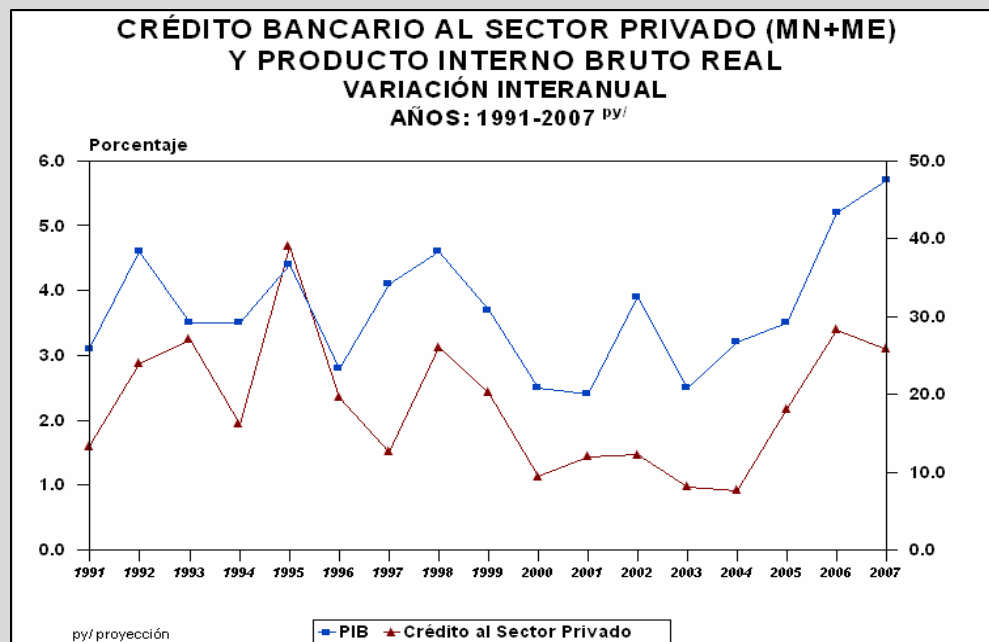


En forma análoga a los medios de pago totales, la orientación del crédito bancario al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto del corredor estimado como de la proyección econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 29 de noviembre de 2007, la orientación promedio presentó un valor positivo de 3.05 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva⁴⁶.

⁴⁶ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

RECUADRO 7 ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Durante los últimos años se ha registrado un incremento en la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado por arriba de sus niveles programados, por lo que se elaboró un análisis del impacto de dicha tasa de crecimiento en la actividad productiva del país y en el nivel general de precios. Sobre el particular, cabe resaltar que la actividad económica del país ha registrado un mayor dinamismo a partir de 2004, lo cual pudo haber inducido una mayor demanda de crédito por parte de los agentes económicos. Por consiguiente, para confirmar la hipótesis anterior se llevó a cabo un análisis econométrico de causalidad estadística entre ambas variables con base en información anual que abarca el período 1991-2006.

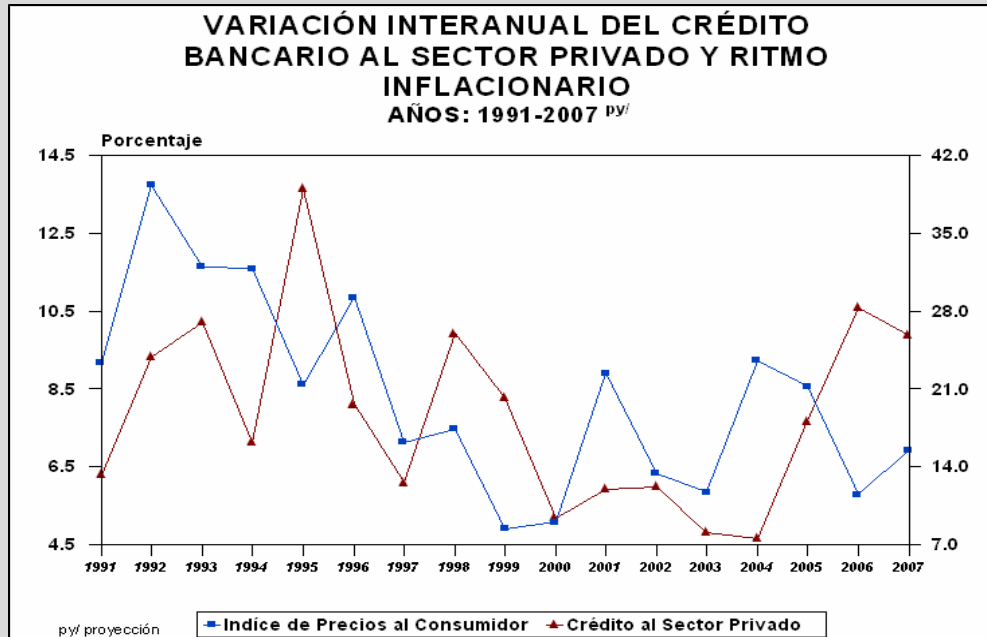


Para tal efecto, se llevó a cabo la Prueba de Causalidad de Granger¹, cuyos resultados demuestran que cambios en la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto -PIB- ocasionan cambios en la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado, con rezago de 1 año. Sin embargo, esta prueba no descarta la posibilidad de una causalidad inversa; es decir, si cambios en la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado generan variaciones en la tasa de crecimiento de la actividad económica. Los resultados obtenidos, utilizando una serie de datos para el período 1990-2006 permiten concluir que un incremento de 1% en la tasa de crecimiento del PIB, genera un aumento en la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado de 4.63%, con rezago de 1 año.

La segunda parte del análisis consistió en determinar si el incremento en la demanda de crédito, ocasionada por un incremento en la actividad económica, ha tenido repercusiones en el nivel general de precios, con base en un modelo de regresión con observaciones mensuales para el período enero de 2001- septiembre de 2007, se determinó que un incremento de 1% en el crédito bancario al sector privado genera un aumento de 0.57% en la inflación, con un rezago de 12 meses.

¹ Consiste en determinar si fluctuaciones en la variable A causan cambios en el comportamiento de la variable B.

Esta gráfica ilustra la relación existente entre la variación interanual del crédito bancario al sector privado y el ritmo inflacionario, en donde se observa que existe una relación importante entre ambas variables.



En resumen, se determinó, efectivamente, cambios en la tasa de crecimiento del PIB generan variaciones en la misma dirección en la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado. Asimismo, que un incremento del crédito bancario al sector privado genera un aumento en el nivel general de precios, vía el estímulo que produce en la demanda agregada. Vale la pena puntualizar que, el crecimiento del crédito bancario al sector privado no genera presiones inflacionarias, si éste es consistente con la meta de inflación y con el supuesto de crecimiento económico previsto en el programa monetario, no requiere medidas de restricción monetaria, situación que no se observa en la actualidad en virtud de que, como se mencionó, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado ha estado en 2007 por arriba del corredor programado.

2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado al 31 de octubre de 2007, se situó en Q69,496.6 millones, monto superior en Q14,679.7 millones (26.8%)⁴⁷ al registrado en igual mes del año anterior. A la referida fecha, la cartera crediticia por actividad económica se concentró en las ramas siguientes: consumo, transferencias y otros, 28.1%; comercio, 22.1%; construcción, 13.7%; industria manufacturera, 11.2%; y, establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, 10.8%.

⁴⁷ No incluye el monto de la cartera crediticia de dos instituciones suspendidas por la Junta Monetaria.



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

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2006 - 2007
- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	A octubre 2006	A octubre 2007	VARIACIÓN INTERANUAL		ESTRUCTURA	
			ABSOLUTA	RELATIVA	2006	2007
SALDO DE LA CARTERA (I +II+III)	54,816.9	69,496.6	14,679.7	26.8		
I. Sub-Total ^{1/}	45,618.7	63,461.2	17,842.5	39.1	100.0	100.0
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,896.4	3,511.2	614.8	21.2	6.4	5.4
Explotación de minas y canteras	105.3	111.6	6.3	6.0	0.2	0.2
Industria manufacturera	5,541.6	7,092.2	1,550.6	28.0	12.1	11.2
Electricidad, gas y agua	1,683.9	2,154.5	470.6	27.9	3.7	3.4
Construcción	6,154.0	8,723.7	2,569.7	41.8	13.5	13.7
Comercio	9,778.5	14,055.0	4,276.5	43.7	21.4	22.1
Transporte y almacenamiento	647.0	867.9	220.9	34.1	1.4	1.4
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	4,454.4	6,859.8	2,405.4	54.0	9.8	10.8
Servicios comunales, sociales y personales	1,920.4	2,265.2	344.8	18.0	4.2	3.6
Consumo, transferencias y otros	12,437.2	17,820.1	5,382.9	43.3	27.3	28.1
II. Saldo de cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	3,170.8	2,982.8	-188.0	-5.9		
III. Saldo de la cartera crediticia de las instituciones suspendidas por la Junta Monetaria	6,027.4	3,052.6	-2,974.8	-49.4		

^{1/} Las cifras desagregadas de la cartera, no incluyen dos instituciones que no presentaron información.
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

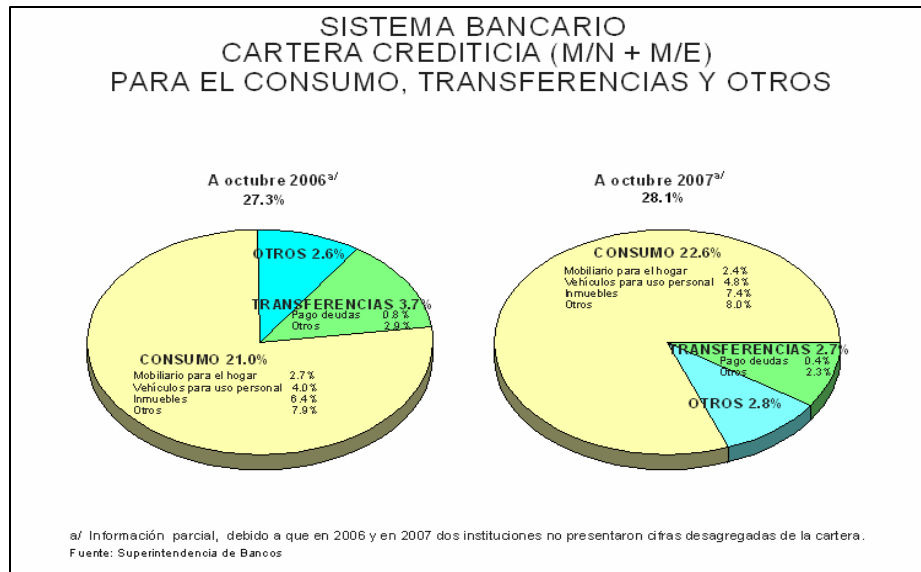
Dada la importancia en la cartera crediticia de los sectores *consumo, transferencias y otros; comercio; industria manufacturera; y, construcción* en la cartera crediticia, se procedió a su desagregación tomando en cuenta sus principales componentes.

a) Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a esta actividad, al 31 de octubre de 2007, representó 28.1% del financiamiento del sistema bancario (27.3% a octubre de 2006).

Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, el consumo representó 22.6%, las transferencias 2.7% y el rubro otros 2.8%. Tomando en cuenta la importancia relativa de esta rama de actividad

económica, se procedió a desagregar los componentes más relevantes, los cuales se ilustran en la gráfica siguiente:

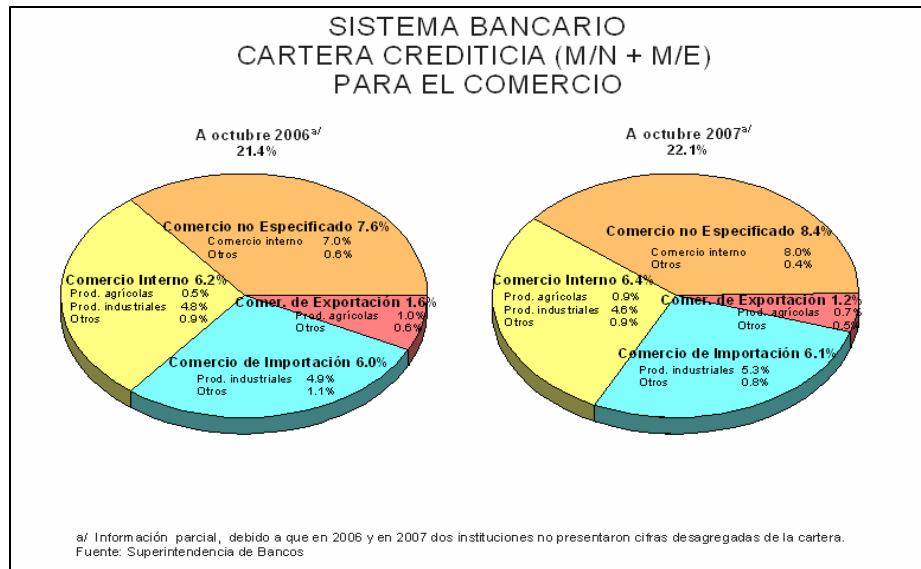


En el crecimiento del crédito al consumo se observa que a octubre de 2007, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 7.4%; de vehículos para uso personal con 4.8%; y, de mobiliario para el hogar con 2.4%, estructura que, con excepción de éste último rubro, es superior respecto a la observada en octubre de 2006. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, sobresale la reducción del renglón de pago de deudas, que pasó de 0.8% en octubre de 2006 a 0.4% en octubre de 2007.

b) Crédito concedido para el comercio

La cartera de créditos al comercio, al 31 de octubre de 2007, representó 22.1% de la cartera total otorgada por el sistema bancario, porcentaje superior en 0.7 puntos porcentuales al observado a octubre de 2006.

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

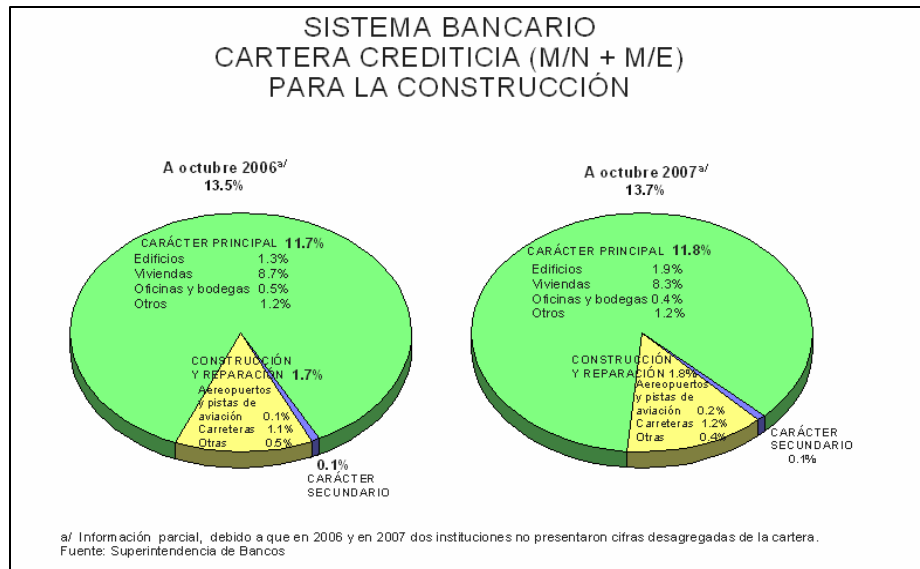


A octubre de 2007, en términos de su peso relativo respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio no especificado con 8.4% (incluye el comercio interno no especificado y otros); le siguen, en su orden, el financiamiento al comercio interno con 6.4% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 6.1% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el comercio de exportación con 1.2% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros no varía significativamente respecto a octubre de 2006.

c) Crédito concedido para la construcción

Al 31 de octubre de 2007, la cartera crediticia otorgada para la construcción representó 13.7% del total de la cartera del sistema bancario (13.5% a octubre de 2006).

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

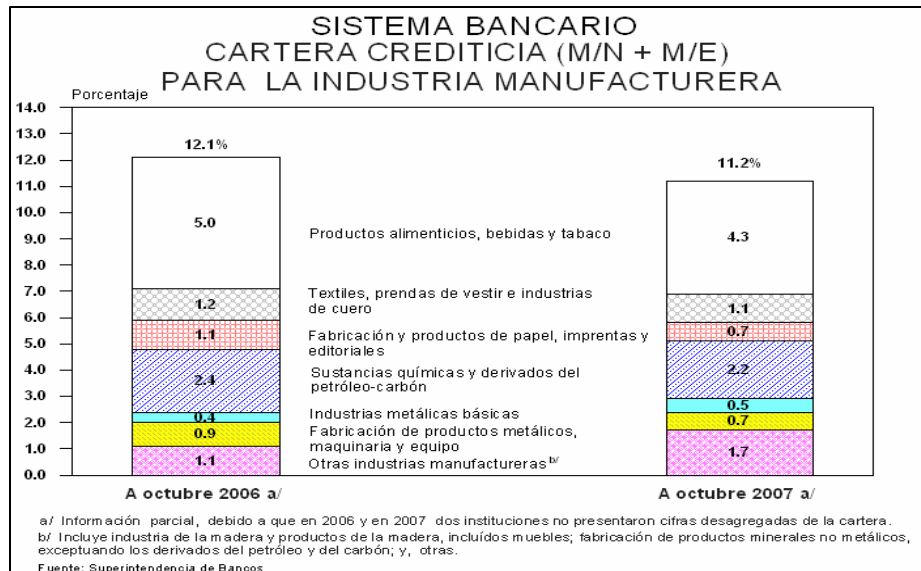


A octubre de 2007, destaca el financiamiento de carácter principal con 11.8% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), porcentaje superior en 0.1 punto porcentual respecto al observado a octubre de 2006 (11.7%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en el caso del financiamiento a edificios, éste es levemente mayor al observado en octubre de 2006, ya que pasó de 1.3% a 1.9%, mientras que el canalizado a la vivienda se redujo marginalmente de 8.7% en 2006 a 8.3% en 2007, el cual sigue siendo el más representativo, lo que resulta congruente con el dinamismo del sector construcción.

d) Crédito concedido para la industria manufacturera

Al 31 de octubre de 2007, el crédito para la industria manufacturera representó 11.2% de la cartera del sistema bancario (12.1% a octubre de 2006).

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



Al evaluar cada uno de los componentes de la industria manufacturera se tiene que, a octubre de 2007, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con 4.3%; a las industrias de sustancias químicas y de derivados del petróleo-carbón con 2.2%; a las industrias textiles, de prendas de vestir y de cuero con 1.1%; y, a la industria de productos metálicos, maquinaria y equipo con 0.7%. La referida estructura, con excepción del financiamiento otorgado a las industrias metálicas básicas y a otras industrias manufactureras, es inferior a la que se observó en octubre de 2006.

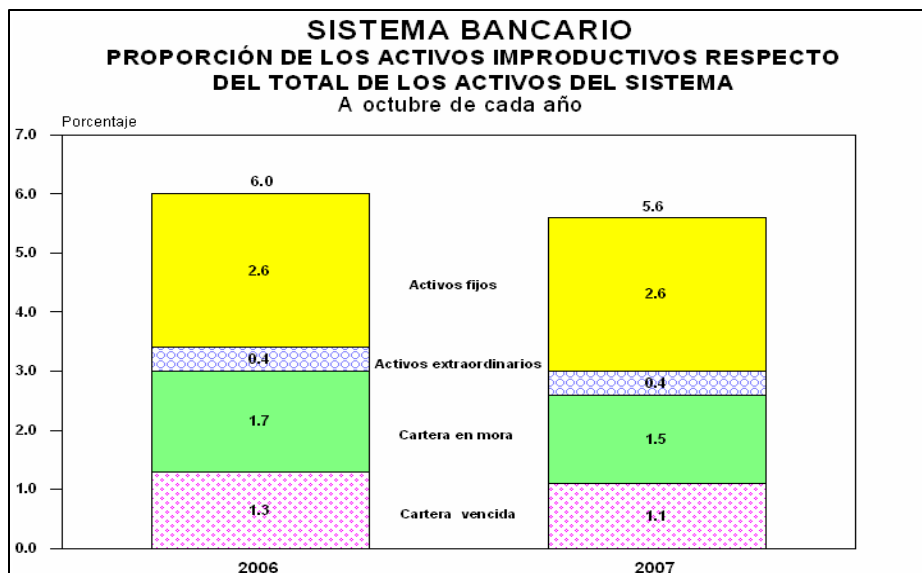
3. Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en agosto de 2002 dicho indicador se situó en 9.2% (que representa el porcentaje más alto observado durante el período enero 2002 – octubre 2007).

Al 31 de octubre de 2007, el monto de la cartera contaminada se situó en Q2,899.7 millones, equivalente a 4.4% de la cartera de créditos total. De dicho monto la cartera vencida representó 1.8% (2.7% a octubre de 2006) y la cartera en mora 2.6% (3.5% a octubre de 2006).



Por su parte, los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja, al situarse en 5.6% en octubre de 2007, porcentaje inferior al registrado en octubre de 2006 (6.0%).





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

La literatura económica moderna⁴⁸ indica que la demanda de crédito bancario al sector privado tiene ciertos determinantes fundamentales que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- se estimaron las funciones logarítmicas de demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E con información estadística disponible del período de enero de 2000 a octubre de 2007 (última información disponible). Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), es significativo si se examinan los valores de los coeficientes de determinación (R^2) de 99.47%, 98.43% y 99.28%, respectivamente. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas a un nivel de confianza de 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, es decir, un aumento en la actividad económica implica un incremento en la demanda de crédito; un incremento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el recuadro siguiente.

⁴⁸ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADENAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review, y, Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.

RECUADRO 8**SISTEMA BANCARIO
MODELOS DE DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO, TOTAL,
EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA**

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 Ln CSP _t TOTAL		MODELO 2 Ln CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 Ln CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t
Constante α	14.30	36.08	14.92	30.30	11.95	22.08
IMAE _t	0.08	32.92	0.09	30.32	0.12	28.78
Tasa de interés activa _t	-0.07	-54.86	-0.03	-21.08	-0.10	-26.89
Ln tipo de cambio _t	-1.44	-7.54	-2.17	-9.10	-0.86	-3.23
Residuo _{t-1} *	0.96	25.39	0.87	15.83	0.95	16.95
Promedio móvil _{t+1} *	0.38	3.72	0.24	2.14	0.21	1.70
Período muestral	enero 2000 - octubre 2007		enero 2000 - octubre 2007		mayo 2001 - octubre 2007	
Coefficiente determinación R ²	0.994712		0.984307		0.992761	
Durbin-Watson	1.777021		1.949473		1.827549	

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

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

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

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

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

Ln tipo de cambio_t = Logaritmo natural del tipo de cambio de referencia del último día de cada mes en el período t .

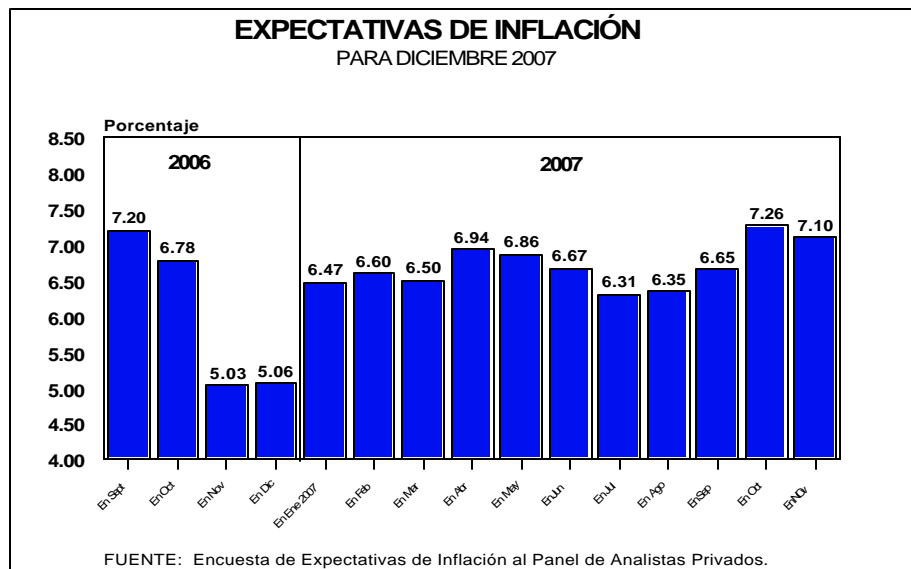
Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, manteniéndose constantes las demás variables, la demanda del crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E, crece en aproximadamente 0.08%, 0.09% y 0.12%, respectivamente. Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de crédito, total, en M/N y en M/E, en alrededor de 0.07%, 0.03% y 0.10%, en su orden. Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario del sector privado, total, en M/N y en M/E en alrededor de 1.44%, 2.17% y 0.86%, respectivamente.

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

Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos, pueden influir en forma sustancial en la determinación

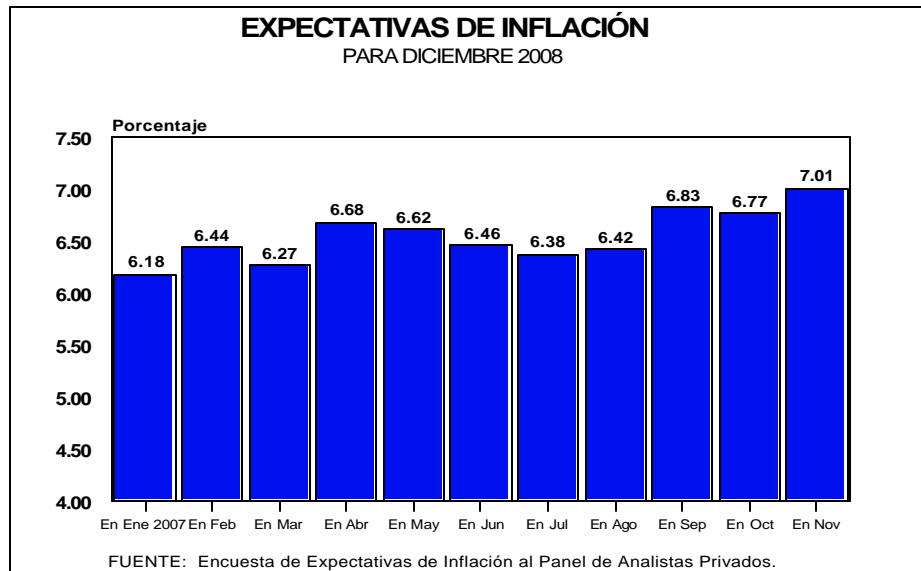
de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, lo que incluso puede ocurrir de manera independiente de los fundamentos de la economía.

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-⁴⁹ realizada en noviembre de 2007, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 7.10%, porcentaje superior en 2.07 puntos porcentuales al proyectado en noviembre de 2006 (5.03%). Cabe destacar que a partir de la encuesta realizada en agosto de 2007, el pronóstico de dicho panel ha mostrado una tendencia al alza, como se ilustra en la gráfica siguiente.



Por otra parte, dicho panel estima que la inflación para diciembre de 2008 se ubicará en 7.01%, porcentaje superior a la meta establecida para ese año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, determinada para 2007 (4.5% +/- 1 punto porcentual). A partir de agosto de 2007, el pronóstico para 2008 de dicho panel ha mostrado una tendencia al alza, como se muestra en la gráfica siguiente.

⁴⁹ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política económica, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



H. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo⁵⁰ y las tasas de interés de corto plazo⁵¹. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país⁵², dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a noviembre de 2007, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.15 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo una

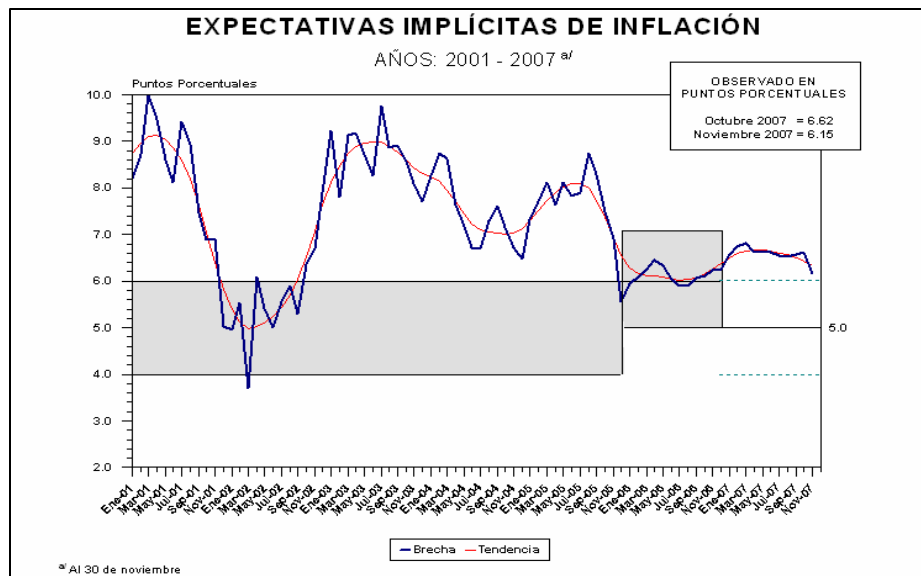
⁵⁰ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

⁵¹ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEM (que incluye la ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

⁵² La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 1997, 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo. A partir del 5 de agosto de 2007, se excluye la emisión 1997 en virtud de que la misma se amortizó totalmente en esa misma fecha.

política monetaria restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en noviembre de 2007, respecto del observado en noviembre de 2006 (6.23 puntos porcentuales), se observa una leve disminución de 0.08 puntos porcentuales en las referidas expectativas.

Cabe indicar que a partir de marzo de 2007, se observa una ligera tendencia a la baja en el referido indicador, como se ilustra en la gráfica siguiente, situación que denota una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, asociada a medidas de restricción de la política monetaria en 2007, iniciadas en el referido mes.



I. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

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

La importancia que cada variable indicativa tiene en el referido proceso, se determinó mediante una encuesta en la que cada miembro de Junta Monetaria externó su opinión sobre el peso relativo que cada variable debe tener para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, el



índice sintético incorpora en un indicador, para cada categoría de orientación⁵³, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

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

ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Al 29 de noviembre de 2007

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Proyectado	12.09					12.09
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado	12.36					12.36
3. Tasa de Interés Parámetro	9.34					9.34
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	9.07			9.07		
5. Liquidez Primaria	11.26					11.26
6. Medios de Pago	8.79	8.79				
7. Crédito Bancario al Sector Privado	9.07					9.07
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados	7.69					7.69
9. Expectativas Implícitas de Inflación	9.34					9.34
10. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS	10.99					10.99
TOTAL	100.00	8.79		9.07		82.14

⁵³ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



Como se observa en el cuadro anterior, el 82.14% de las variables indicativas aconsejaba una orientación de política monetaria restrictiva; el 9.07% aconsejaba una orientación de política monetaria invariable; y el 8.79% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada.

Con el objeto de comparar la evolución de la orientación de política monetaria sugerida por las variables indicativas con base en el índice sintético durante el presente año, se elaboró el cuadro siguiente que toma en consideración la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 28 de diciembre de 2006.

INDICE SINTETICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Al 28 de diciembre de 2006 ^{a/}

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

^{a/} Para efectos de comparación se eliminó el Índice de Condiciones Monetarias y se ponderó de nuevo el peso relativo del resto de variables indicativas.



En el cuadro siguiente se puede observar que la orientación con el mayor peso relativo en diciembre de 2006, indicaba una política monetaria moderadamente restrictiva (41.48%), en tanto que la orientación con el mayor peso relativo en noviembre de 2007 (82.14%) sugiere restringir las condiciones monetarias.

ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS		
ORIENTACIÓN	28/12/2006 (%)	29/11/2007 (%)
Relajada	20.33	8.79
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	9.07
Moderadamente restrictiva	41.48	0.00
Restrictiva	29.12	82.14
TOTAL	100.00	100.00

J. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO

1. Avances en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras

En 2007 se avanzó en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras -MEMF-, edición 2000, del Fondo Monetario Internacional -FMI-, a efecto de que las estadísticas monetarias y financieras del país incluyan el marco metodológico que incorpora las mejores prácticas internacionales en materia de compilación y divulgación de dichas estadísticas por parte de los diversos bancos centrales.

En ese sentido, es conveniente indicar que los esfuerzos realizados durante 2007 permitieron mejorar la información estadística, tanto en la cobertura de las instituciones financieras como en la calidad de la sectorización de los instrumentos financieros. Según el referido manual, en cuanto la cobertura de las estadísticas monetarias y financieras, la misma se divide en dos grandes grupos: el primero, integrado por las sociedades de depósito (instituciones financieras que tienen la facultad de crear dinero), como el Banco Central, los bancos del sistema, las sociedades financieras, las



entidades fuera de plaza (*off shore*) y las cooperativas de ahorro y crédito y el segundo, conformado por las otras sociedades financieras, como las compañías de seguros y fianzas, los almacenes generales de depósitos, las casas de bolsa, las entidades emisoras de tarjetas de crédito, entre otros.

En el contexto anterior, es conveniente indicar que se dispone de información estadística compilada conforme al MEMF para la totalidad de las instituciones que integran el sector de las sociedades de depósito. En cuanto a la información de las otras sociedades financieras se cuenta con la de las compañías de seguros y fianzas, que constituyen el 85% en términos de activos de este grupo de instituciones.

En lo relativo a la sectorización, es conveniente destacar que durante 2007, derivado del esfuerzo interinstitucional entre el Banco de Guatemala y la Superintendencia de Bancos, se obtuvo la información en forma detallada de la cartera de créditos, con lo cual se estima poder sectorizar, en primer término, el criterio de residencia y, posteriormente, los distintos sectores residentes. Lo anterior, le permitiría al Banco de Guatemala compilar las estadísticas monetarias y financieras del país, acorde a las normas internacionales.

Adicionalmente, durante 2007 se lograron importantes acuerdos en materia de armonización de las estadísticas monetarias y financieras a nivel de Centroamérica, República Dominicana y Panamá. En efecto, derivado del esfuerzo conjunto entre el Fondo Monetario Internacional, la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y los respectivos países de la región, se logró integrar un conjunto de cuadros estadísticos armonizados, que responden a criterios de clasificación de instrumentos financieros y de sectorización, conforme a estándares estadísticos internacionales.

Finalmente, cabe indicar que la información estadística monetaria y financiera compilada de conformidad con el MEMF, será publicada en 2008.



2. 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 este sentido, durante 2007 se continuaron realizando acciones concretas; en primer lugar, entre el 18 de junio y el 31 de agosto, el Banco de Guatemala continuó con el programa de encuestas empresariales e institucionales (Tercera Encuesta del Sector Externo -ENCSE3-), con el objetivo de recopilar información económica y financiera correspondiente a 2006 de las entidades siguientes: a) empresas de inversión extranjera directa; b) empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; c) instituciones privadas que recibieron donaciones del exterior; d) organismos internacionales radicados en Guatemala; y, e) empresas que realizan transacciones de otros servicios con el exterior. En segundo lugar, en el contexto de la adecuación del registro de las estadísticas cambiarias, se preparó el proyecto de los nuevos formularios relativos al Registro Estadístico de Ingreso y Egreso de Divisas y el del Movimiento Diario de Divisas, lo que permitirá mejorar el registro estadístico de naturaleza cambiaria.

Finalmente, cabe indicar que se tiene previsto que la Balanza de Pagos para el período 2004-2006, compilada con base en los lineamientos del V Manual, sea publicada a finales de 2007, mientras que la Balanza de Pagos para 2007 se estaría publicando en 2008.

3. Implementación de las Cuentas Nacionales Trimestrales

En 2007 se avanzó en la elaboración de las Cuentas Nacionales Trimestrales, dentro del marco conceptual del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 -SCN93-. La referida implementación tiene como objetivo contribuir al seguimiento del comportamiento de la actividad económica en el corto plazo y disponer de información confiable y oportuna para la toma de decisiones de política económica, en particular, de política monetaria.

En efecto, en junio de 2007 se presentó a la Junta Monetaria los avances del proyecto, que incluye resultados preliminares de la serie trimestral del PIB correspondiente al período 2001-2005, tanto por el



enfoque de la producción como por el enfoque del gasto. Actualmente se están integrando las estimaciones trimestrales del PIB correspondientes a 2006.

Además, se continuó con el levantamiento de encuestas trimestrales para las actividades de industria manufacturera, de comercio y de servicios, las cuales se utilizarán para estimar las cuentas trimestrales de 2007.

IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- POR FECHA DE VENCIMIENTO

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

La Junta Monetaria, en resolución JM-154-2007 del 5 de septiembre de 2007, aprobó el Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional, a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual cobró vigencia el 8 de octubre de 2007. Entre otros aspectos, dicho reglamento establece que la recepción de depósitos a plazo se podrá realizar por plazo determinado o por fecha de vencimiento, que las licitaciones se podrán realizar en forma directa o por medio de las bolsas de comercio autorizadas para operar en el país y que las posturas podrán ser presentadas y adjudicadas por precio o por tasa de interés, según lo establezca la convocatoria correspondiente.

Por último, la Gerencia General del Banco de Guatemala en resolución número GG-08-2007 del 3 de octubre de 2007, aprobó las Normas para la Licitación de los Derechos para la Constitución de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional en el Banco de Guatemala, por medio de las Bolsas de Comercio Autorizadas para Operar en el País, las cuales cobraron vigencia el 8 de octubre de 2007.



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

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

En ese sentido, el reglamento al que se ha hecho referencia en el inciso anterior, contempla que el depósito a plazo se representará por registros en custodia en el Banco de Guatemala o por certificados de depósito a plazo. Asimismo, establece que cuando el depositante decida dejar en custodia el depósito a plazo en el Banco de Guatemala, éste extenderá una constancia, que otorga al legítimo titular el acreditamiento del depósito, la cual podrá ser extendida en medios impresos, por medio de un mensaje electrónico cifrado, generado en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, o por otro medio electrónico que establezca el Banco de Guatemala.

Con respecto a la titularidad de un depósito a plazo registrado en custodia en el Banco de Guatemala, el reglamento de mérito dispone que la misma podrá ser transferida a solicitud del último titular registrado en el Banco Central, en forma escrita con firma legalizada por notario; por medio de un mensaje electrónico cifrado, generado en el Sistema de LBTR, enviado por un participante directo en nombre propio o en nombre de un participante directo o indirecto en el referido sistema; o, por otro medio electrónico que establezca el Banco de Guatemala.

V. ASPECTOS EVALUATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

De conformidad con la resolución JM-168-2006 de la Junta Monetaria, la meta para la variación interanual del índice de precios al consumidor, para diciembre de 2007, es de 5.0% (+/- 1 punto porcentual). A noviembre de 2007, el ritmo inflacionario total se ubicó en 9.13%, porcentaje mayor, tanto al registrado a noviembre de 2006 (4.40%) como al límite superior de la meta del referido año. Asimismo, la inflación subyacente al mencionado mes fue de



8.30%, superior a la observada a noviembre de 2006 (5.20%). El citado comportamiento es resultado, entre otros, de los factores siguientes:

a) El precio internacional del petróleo ha registrado una tendencia creciente a lo largo de 2007, lo que ha generado un incremento en los precios de productos derivados (gasolina, diesel y gas propano). En efecto, de la inflación total (9.13%), 0.92 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa, en tanto que 2.14 puntos porcentuales se explican por la inflación importada indirecta (o efecto de segunda vuelta).

b) El precio internacional del maíz ha evidenciado niveles récord en el presente año, situación que ha incidido en los precios de otros productos que conforman el IPC, tales como productos de tortillería, concentrados, cereales y carnes de aves;

c) El precio internacional del trigo también ha crecido significativamente, lo que ha repercutido en los precios internos del pan, de harinas, de cereales y de pastas alimenticias;

d) La emisión monetaria viene registrando un desvío importante respecto del corredor programado, lo que denota excedentes de liquidez primaria en la economía, aun cuando los análisis de los departamentos técnicos señalan que existe una porción de ese desvío que obedece a la aceleración del crecimiento económico y al mayor nivel de recursos disponibles en los cajeros automáticos; y,

e) El crédito bancario al sector privado continúa evolucionando por encima del límite superior del corredor programado, lo que ha propiciado presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Cabe señalar que en presencia de choques de oferta, como se indicó, asociados a incrementos en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo, la política monetaria únicamente puede moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y los efectos de segunda vuelta de los referidos choques; es decir, aquellos que se producen cuando los precios al consumidor final crecen proporcionalmente más que el alza proveniente de los choques de oferta. Por otra parte, durante el año se registró un ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado por arriba del corredor programado, el cual, aunado al excedente de liquidez



primaria y al crecimiento económico mayor al potencial de mediano plazo, conforme lo mide el Modelo Macroeconómico Semiestructural, habría generado presiones inflacionarias adicionales. Los anteriores elementos, así como el análisis mensual de otras variables indicativas y del Balance de Riesgos de Inflación, orientaron las actuaciones de la Junta Monetaria durante el año.

En ese contexto, en los primeros meses del año la Junta Monetaria, en un marco de prudencia y gradualidad, decidió no modificar el nivel de la tasa de interés líder, aun cuando existían factores que aconsejaban restringir la política monetaria, en virtud de que privilegió el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero, tomando en consideración la coyuntura del mismo, como consecuencia de la suspensión de operaciones de una entidad bancaria. Posteriormente, decidió aumentar la tasa de interés líder en cinco ocasiones: el 28 de marzo de 5.00% a 5.25%, el 25 de abril de 5.25% a 5.50%, el 26 de septiembre de 5.50% a 5.75%, el 31 de octubre de 5.75% a 6.00% y el 29 de noviembre de 6.00% a 6.25%.

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada para 2007 se enfocó en el objetivo fundamental de mantener la estabilidad en el nivel general de precios y en la misma se explicitan los principios que rigen la participación del Banco Central en los mercados monetario y cambiario para el cumplimiento de dicho objetivo.

En cuanto al mercado monetario, la participación del Banco Central se ha realizado privilegiando el uso de operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado. Al respecto, aun cuando el programa monetario a noviembre del presente año muestra un desvío importante en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado (en promedio, Q2,780.0 millones), el efecto monetizante derivado del citado desvío fue parcialmente contrarrestado por el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala (en promedio, Q2,030.0 millones) en el contexto de coordinación de las políticas monetaria y fiscal. Otro factor monetizante durante el año fue la disminución de depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala que habría obedecido, por una parte, a la mayor demanda de efectivo registrada durante los primeros



meses del año y a la utilización de excedentes de encaje para el financiamiento de operaciones de crédito al sector privado, como resultado de un menor dinamismo observado en las captaciones bancarias. Lo anterior, se refleja en el desvío de la emisión monetaria, el cual se mantuvo, en promedio, en Q1,200.0 millones. Conforme al análisis técnico realizado, de ese total, aproximadamente Q500.0 millones no generarían presiones inflacionarias, en virtud de que corresponden a un aumento en la oferta monetaria congruente con un aumento en la demanda.

El crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado por arriba del corredor programado, aun cuando en el presente año empezó a registrar una desaceleración gradual, denota que por esa vía todavía persisten presiones inflacionarias. Lo anterior, evidencia que aun cuando la Junta Monetaria había ajustado la tasa de interés líder hasta noviembre en cinco oportunidades, es necesario mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria para que dichos ajustes se trasladen gradualmente a otras tasas de interés, tanto de las operaciones de estabilización monetaria del Banco de Guatemala como a las tasas de interés activas y pasivas del mercado, a efecto de que, por una parte, se moderen las presiones inflacionarias y, por la otra, se incentive el ahorro, requisitos para continuar con un crecimiento económico dinámico y sostenido.

Dentro de ese contexto, es necesario que la Junta Monetaria y el Comité de Ejecución persistan en privilegiar el objetivo único como lo es el control de la inflación y que se continúen implementando medidas que apunten a perfeccionar el mercado secundario y a aumentar el número de actores que participan en las licitaciones del Banco Central.

En lo concerniente al mercado cambiario, en un contexto de flexibilidad en el que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el referido mercado, se observó una volatilidad moderada en la cotización del tipo de cambio nominal, por lo que no se activó la regla de participación del Banco Central en dicho mercado. Aun así, vale la pena destacar que en el esquema de metas explícitas de inflación es deseable una mayor flexibilidad, razón por la cual deviene necesario analizar la conveniencia de introducir mayor flexibilidad a dicha regla.



Es pertinente puntualizar que, aun cuando a lo largo de 2007 se profundizaron los choques de oferta (alzas en los precios internacionales de materias primas e insumos); en el ámbito interno, la política monetaria estuvo apoyada por el desempeño de la política fiscal y por la formación de expectativas positivas de crecimiento de la actividad productiva por parte de los agentes económicos, derivadas del mejor clima de negocios, así como de los niveles previstos de inversión, asociados a la vigencia del Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y la República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

Dentro de esa dimensión, es oportuno señalar, por una parte, que ante un escenario internacional adverso que no se tenía previsto (alzas en los precios de las principales materias primas e insumos, desaceleración económica mundial y mayor volatilidad en el mercado financiero internacional) y un aumento de presiones inflacionarias por el lado de la demanda (aumento del desvío de la emisión monetaria y crecimiento del crédito bancario por encima del corredor programado), es evidente que para 2008 la política monetaria deberá reaccionar de manera oportuna a efecto de que el ritmo inflacionario se desacelerará a la meta de inflación que se propone, situación que elevaría la credibilidad de la política monetaria tanto de los mercados de bienes-servicios, de dinero y cambiario, como de los agentes económicos.

Finalmente, el mantenimiento de la disciplina fiscal y de la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, será determinante en la consecución de la meta de inflación para 2008 y para 2009.



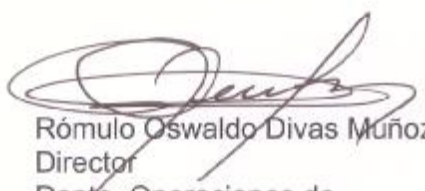
Atentamente,



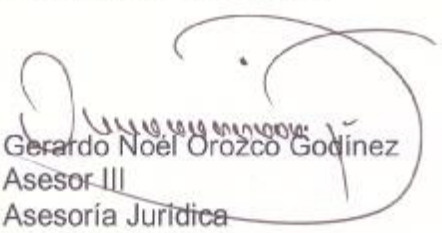
Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



Luis Felipe Granados Ambrosy
Asesor II
Depto. Análisis Bancario y
Financiero



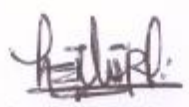
Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



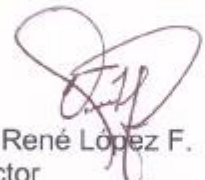
Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica




F. Estuardo García Alburez
Secretario



Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones
Económicas



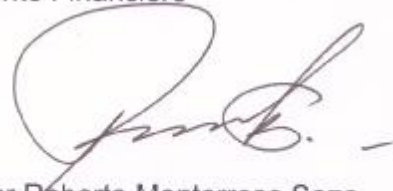
Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas



Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Internacional



Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 14 de diciembre de 2007.

cl/wh



ANEXOS



ANEXO 1

ENCUESTA SOBRE REMESAS FAMILIARES 2007, PERSPECTIVA DE GÉNERO

A partir de 2003 la Organización Internacional para las Migraciones -OIM- ha realizado encuestas sobre remesas familiares, las cuales permiten cuantificar su efecto en la economía del país, así como su impacto socioeconómico, principalmente, en los familiares de los emigrantes quienes son los beneficiarios de dichas remesas. En ese contexto, la encuesta realizada en 2007 cubre diversos temas como la cuantificación de las remesas familiares; las diferentes modalidades de envío y recepción; la caracterización socioeconómica de la población beneficiaria; la frecuencia de recepción; y, las condiciones de sus viviendas. Sin embargo, al tomar en consideración que en esta dinámica participan, tanto hombres como mujeres, la referida encuesta enfocó su análisis en los aspectos relacionados con las remesas desde una perspectiva de género.

De conformidad con los resultados de dicha encuesta, se estima que las remesas familiares alcanzarían en 2007 un monto de US\$3,898.8 millones, el cual estaría beneficiando a 3,762,798 personas distribuidas en 961,732 hogares, lo que significa que cada hogar recibiría alrededor de US\$338.00 por mes. Por su parte, los ingresos provenientes por remesas familiares se destinan a las siguientes actividades: al consumo, que incluye la compra de alimentos, vestuario y calzado, transporte, equipamiento del hogar y otros gastos (48.8%); a la inversión y el ahorro que incluye, la compra de activos, bienes raíces, ahorro corriente, depósitos monetarios y depósitos de largo plazo (22.7%); al consumo intermedio; es decir, a la compra de insumos para desarrollar alguna actividad económica (15.2%); y, a la inversión social, la cual se refiere a un tratamiento por separado que se le da a los gastos en educación y en salud, debido a que los mismos constituyen una inversión en capital humano (13.3%). Por otra parte, los resultados de la encuesta indican que los mecanismos por medio de los cuales los hogares reciben las remesas familiares son, principalmente las siguientes: transferencia electrónica (82.6%), *money order* (5.3%) y cuenta bancaria (10.1%).



Asimismo, en lo que respecta al envío de remesas familiares según relación de parentesco con el beneficiario, los resultados de la encuesta indican que las remesas se envían a los siguientes destinatarios: hijos 48.6%, cónyuges 17.1%, hermanos 13.4%, padres 3.2% y otros parientes 17.7%. De igual forma, al considerar la frecuencia de recepción de remesas familiares por parte de los hogares, se determinó que 67.9% reciben remesas familiares de manera mensual; 8.0% entre 4 y 5 veces al año; 7.0% cada seis meses; 6.3% una o dos veces al año; 5.7% de forma trimestral, mientras que el porcentaje restante de hogares recibe una remesa cada 13 o más meses.

Por su parte, el mayor monto de remesas familiares proviene de los Estados Unidos de América (97.7%). Al efectuar un análisis por ciudad, se concluye que las mismas proceden, principalmente, de Los Ángeles (30.1%); de Nueva York (12.1%); de Miami (9.6%); de Boston (3.9%); de Washington D.C. (3.8%); y, de Houston (3.6%). Por otra parte, los departamentos más beneficiados con la recepción de las remesas son los siguientes: Guatemala (28.9%), San Marcos (9.5%), Huehuetenango (8.8%), Quetzaltenango (5.9%), Alta Verapaz (5.5%), Jutiapa (4.9%), Izabal (4.3%), Escuintla (4.3%) y Chiquimula (4.1%). Asimismo, el 44.9% de los receptores de remesas familiares se encuentran ubicadas en las áreas urbanas y el 55.1% en las áreas rurales del país.

Finalmente, es importante señalar que la tasa promedio anual de emigrantes guatemaltecos se mantiene cercana al 11% respecto a la población total de país, lo que se debe, según la encuesta sobre remesas familiares principalmente, a la falta de empleo y a la necesidad de mejorar sus condiciones económicas. En términos absolutos, el número de emigrantes guatemaltecos ascendió a 1,237,162 personas en 2002, mientras que para 2007 dicha cifra se estima en 1,482,247, de los cuales el 84.8% envía remesas hacia Guatemala.



ANEXO 2 SITUACIÓN DE HIDROCARBUROS EN CENTROAMÉRICA⁵⁴

Los países de la región centroamericana son importadores netos de hidrocarburos, sólo Guatemala cuenta con una pequeña producción de petróleo, la cual se exporta casi en su totalidad.

En el sector energético, las respectivas autoridades nacionales de los subsectores de hidrocarburos y de electricidad han venido trabajando para fortalecer la integración regional. Sin embargo, en el subsector de hidrocarburos la conformación de un mercado regional se encuentra en una fase incipiente. A la fecha se ha elaborado una serie de estudios encaminados a promover el desarrollo de dicho mercado, a fin de aumentar la competencia entre los participantes que operan en los países, lo que podría beneficiar a los consumidores con precios competitivos. Recientemente, el proceso de Unión Aduanera ha registrado un progreso significativo en la armonización de las normas de calidad y ambientales de los derivados del petróleo. Con relación al subsector de electricidad, el avance ha sido sustancial, ya que en la región existe un importante intercambio entre los diferentes países. Un evento de suma importancia fue la aprobación del Tratado Marco del Mercado Eléctrico de América Central⁵⁵, por parte de los organismos legislativos de los seis países.

1. Producción y consumo de energía eléctrica

El consumo energético en la región se caracteriza por una alta dependencia de los derivados del petróleo y de la biomasa⁵⁶; esta última en su mayoría en forma no renovable. Sin embargo, la producción de energía eléctrica, con una baja participación en el balance global, utiliza casi en partes iguales derivados del petróleo y fuentes renovables, principalmente hidroelectricidad.

En efecto, entre 2004 y 2006, el valor de las importaciones realizadas por la región se incrementó cerca de 72%, al pasar de US\$4,001.6 millones a

⁵⁴ Incluye Panamá.

⁵⁵ Tiene como propósito estimular la competencia en el mercado mayorista del subsector eléctrico y está compuesto por los respectivos mercados que lo suscribieron (Guatemala, El Salvador, Honduras, Costa Rica y Panamá).

⁵⁶ Combustible que se obtiene de recursos biológicos, tales como la madera, los residuos agrícolas y el estiércol.



US\$6,878.2 millones; sin embargo, el valor de las importaciones de hidrocarburos es variable en cada país, como reflejo de las características específicas de su economía y de sus alternativas energéticas. En 2006, la participación de los países en el valor de las importaciones de hidrocarburos de la región fue la siguiente: Guatemala, 25.6%; Costa Rica, 17.9%; El Salvador, 16.3%; Panamá, 15.5%; Honduras, 15.3%; y, Nicaragua, 9.4%.

En el período 2000-2006, las importaciones anuales de petróleo crudo se redujeron 52.3%, al pasar, en miles de barriles, de 35,183 a 16,801. Además de la producción de derivados del petróleo en refinerías a partir del crudo importado, es necesario adquirir en el exterior productos ya refinados. En efecto, durante 2006 la producción de derivados fue de 16,203 miles de barriles, mientras que las importaciones alcanzaron 82,569 miles de barriles para satisfacer el consumo regional de 95,406 miles de barriles, lo que permitió incrementar los inventarios en 3,366 miles de barriles. Los principales derivados importados en 2006 fueron los siguientes: diesel con 28,304 miles de barriles; y, gasolinas con 22,179 miles de barriles; valores que representan, en ambos casos, poco más del triple de la producción regional.

Cabe destacar que Guatemala es el país de la región con el mayor consumo de hidrocarburos, el cual en 2006 fue de 26,238 miles de barriles, seguido por Costa Rica con 16,776 miles de barriles, El Salvador con 15,433 miles de barriles, Panamá con 15,063 miles de barriles, Honduras con 14,981 miles de barriles y Nicaragua con 9,144 miles de barriles.

2. Opciones energéticas para la región

Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL-⁵⁷, en el mediano plazo, para diversificar su matriz energética y, de esta forma, reducir su dependencia de los derivados del petróleo, los países de la región cuenta con dos opciones⁵⁸: la primera es el carbón el cual es abundante en muchas partes del mundo pero requiere de grandes espacios e

⁵⁷ Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL-. Propuesta para una Estrategia Sustentable del Subsector Hidrocarburos en Centroamérica 2003 y Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL- Istmo Centroamericano: Estadísticas de Hidrocarburos, 2006.

⁵⁸ Cabe destacar que en el Congreso de la República de Guatemala se está discutiendo una iniciativa que pretende aprobar la Ley del Alcohol Carburante, cuyo propósito primordial es permitir la mezcla de las gasolinas que se comercializan en el país con alcohol carburante (etanol), por lo que de aprobarse dicha ley, ésta constituiría una opción adicional para el caso de Guatemala.



infraestructura para su almacenamiento y utilización; y, la segunda opción, es el combustible denominado Orimulsión⁵⁹, mismo que actualmente se utiliza en una planta de generación de electricidad en Guatemala. Este combustible, si resultara económicamente viable, podría garantizar la generación de energía eléctrica a largo plazo y a un bajo precio. Además el uso de este combustible coadyuvaría a reducir el deterioro del medio ambiente. La cercanía de Venezuela, su único productor, permite contar con este combustible como una opción en el mediano plazo.

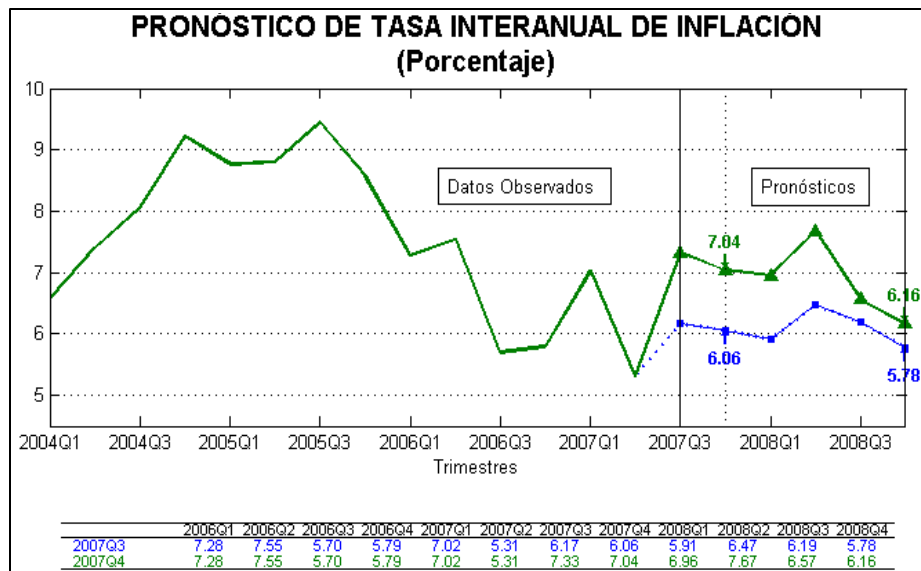
⁵⁹ Combustible elaborado a base de bitumen (petróleo pesado).

ANEXO 3

RESULTADOS DEL CUARTO CORRIMIENTO DE 2007 DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

A. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO

En noviembre de 2007 se llevó a cabo el cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de dicho año, lo que permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación, pronóstico que se presenta en la gráfica siguiente.

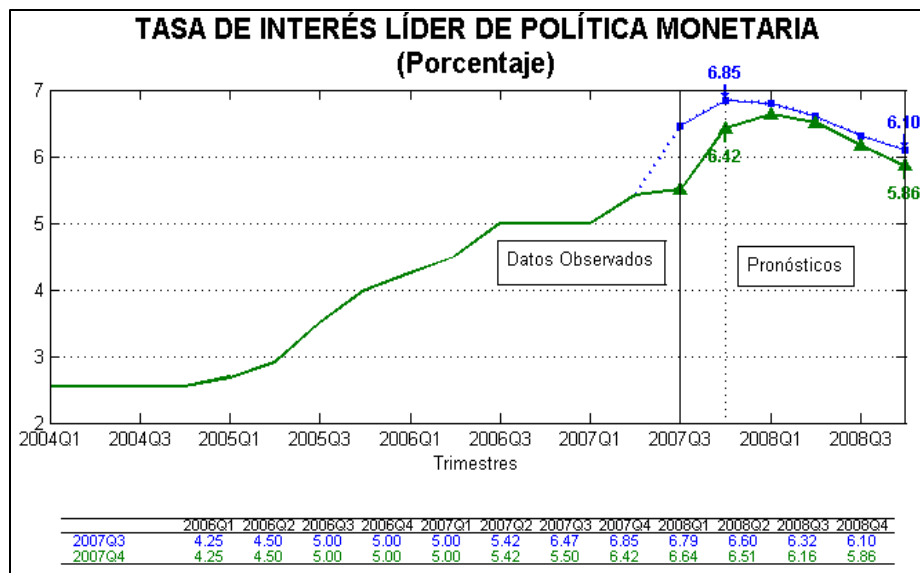


Como se puede apreciar, según el pronóstico del cuarto corrimiento de 2007 (línea continua con triángulos), para el cuarto trimestre de 2007 se espera que la inflación interanual se sitúe en 7.04% (6.06% en el tercer corrimiento), mientras que para el cuarto trimestre de 2008 se espera que dicha variable se sitúe en 6.16% (5.78% en el tercer corrimiento). Dichos pronósticos son condicionales a que la Autoridad Monetaria lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁶⁰.

⁶⁰ El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo (2012) converja a una tasa de inflación de 3% anual.

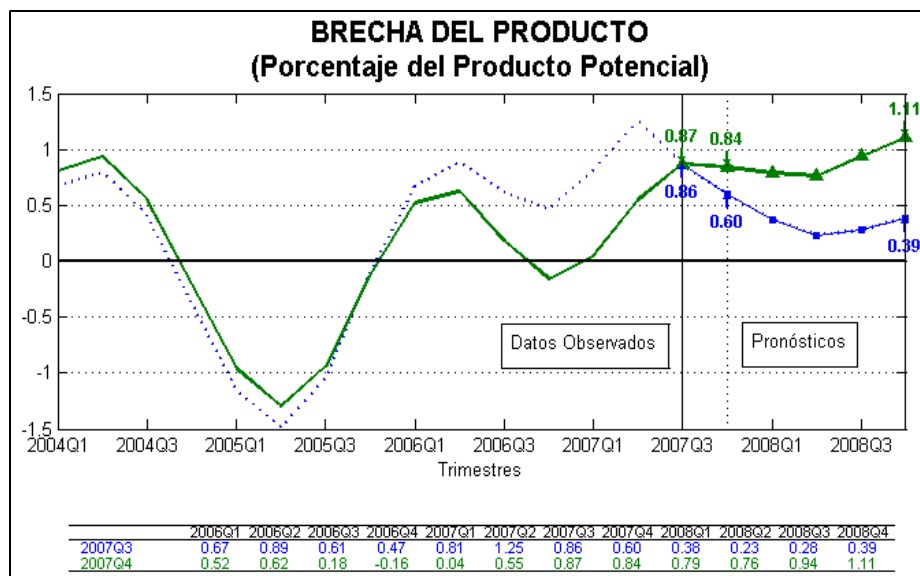
En otras palabras, se supone que la Autoridad Monetaria implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria. En la gráfica siguiente se ilustra la trayectoria de dicha tasa (línea continua con triángulos) que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.⁶¹

El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el tercer trimestre de 2007 fue de 5.50%, mientras que para el cuarto trimestre de 2007 y el primero de 2008, de acuerdo con el cuarto corrimiento del MMS en 2007, los promedios trimestrales de dicha tasa de interés se situarían en 6.42% y 6.64%, respectivamente. A partir del segundo trimestre de 2008 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa de interés, ubicándose en dicho trimestre en 6.51%, mientras que en los últimos dos trimestres de 2008 se situaría en 6.16% y 5.86%, en su orden, como se observa en la gráfica siguiente.



⁶¹ La trayectoria para la tasa de interés líder de política monetaria correspondiente al cuarto corrimiento de 2007 involucra tasas menores que la correspondiente al tercer corrimiento de ese año, a pesar de que los pronósticos de inflación del cuarto corrimiento son mayores que los del tercero, debido, principalmente, por una parte, al efecto de la reducción en los valores observados y pronosticados de la tasa de interés de Estados Unidos de América y, por la otra, en menor medida, a que la Autoridad Monetaria en octubre del presente año incrementó por cuarta vez 25 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria.

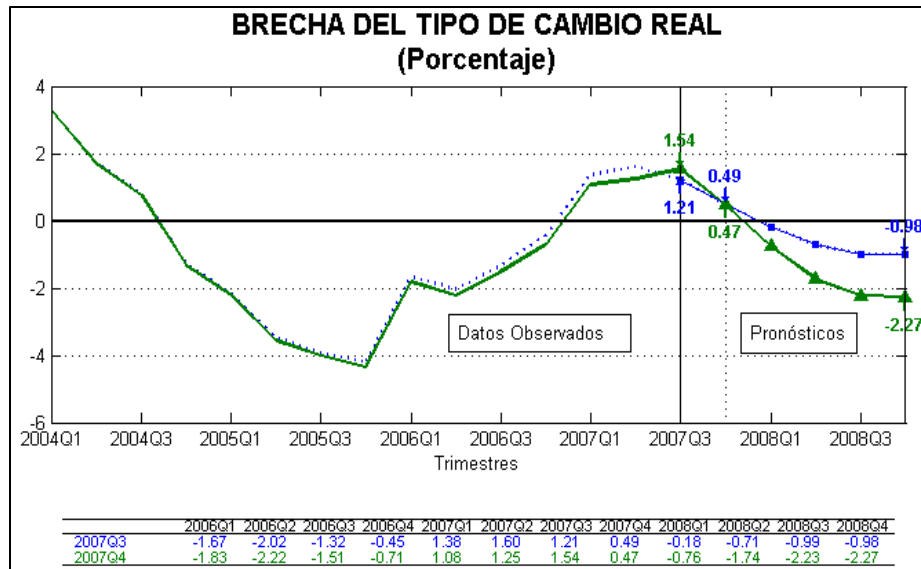
Con relación a la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica siguiente (línea continua con triángulos), la brecha del producto⁶² experimentó valores positivos y crecientes en los tres primeros trimestres de 2007. Por otra parte, desde el cuarto trimestre de 2007 hasta el segundo trimestre de 2008, continuaría siendo positiva, pero decreciente. A partir del tercer trimestre de 2008 la brecha sería positiva y creciente. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario en el que alcanzaría un valor cero.



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁶³ consistente con los pronósticos reportados puede apreciarse en la gráfica siguiente (línea continua con triángulos), en la que se ilustra que dicha brecha fue positiva en el tercer trimestre de 2007 (1.54%), lo que indicaría que el quetzal estaría depreciado en términos reales, en comparación con su valor de equilibrio de largo plazo. Luego, según el pronóstico, la brecha se reduce a lo largo del horizonte del pronóstico, alcanzando un valor de -2.27% en el cuarto trimestre de 2008 (0.98% en el tercer corrimiento).

⁶² Se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial. Por su parte, el producto interno bruto potencial se define como el nivel de producto interno bruto que no induce presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.

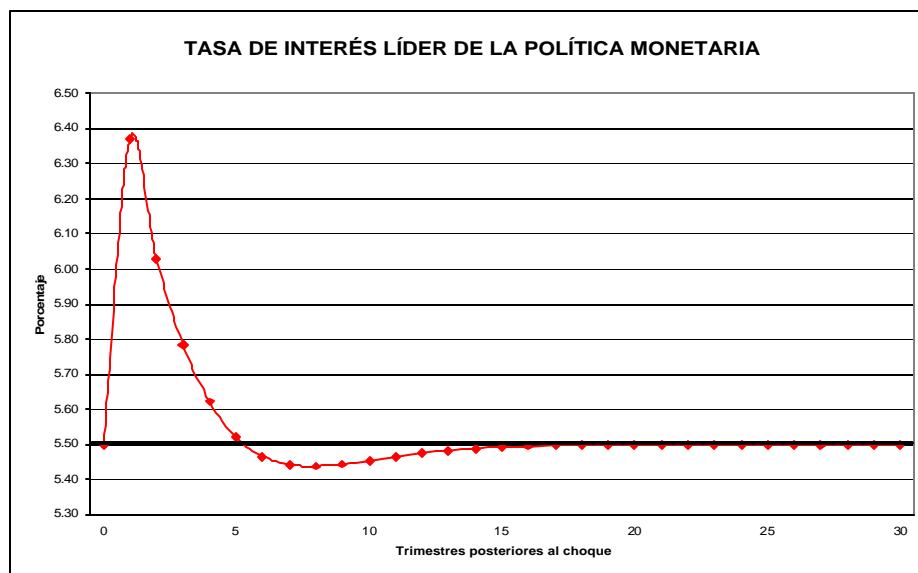
⁶³ Se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el valor tendencial (o valor de equilibrio) de dicha variable, medida como porcentaje del tipo de cambio real tendencial o de equilibrio.



B. EFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO, COMO RESULTADO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

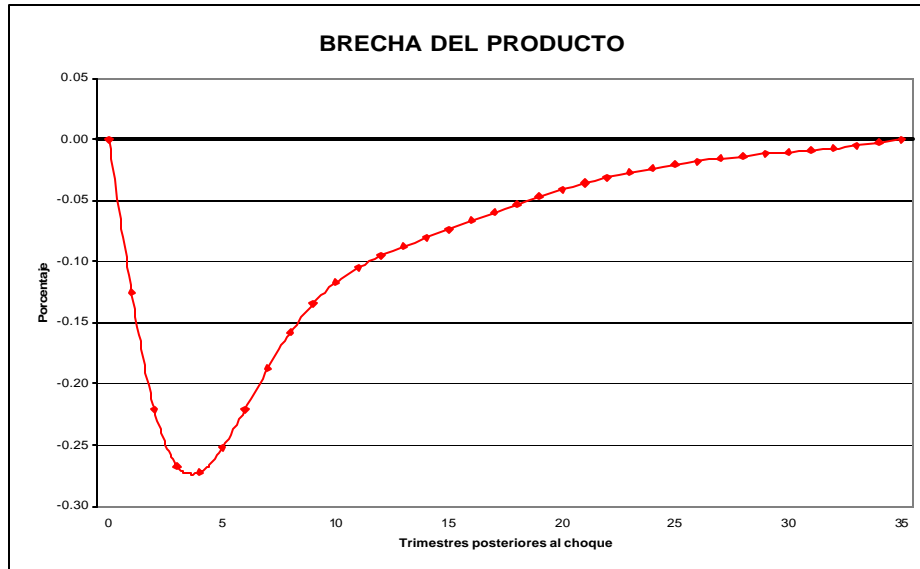
El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del análisis de las funciones de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente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

La gráfica siguiente ilustra el efecto de un choque positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable, luego del impacto. El valor de estado estacionario⁶⁴ de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de aproximadamente quince trimestres, luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del quinto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.



La gráfica siguiente ilustra el efecto del choque positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés induce a una reducción en la brecha del producto; es decir, el producto observado llega a reducirse hasta 0.27%, en el cuarto trimestre respecto al producto potencial. Sin embargo, el choque aludido tiende a diluirse y el producto observado converge hacia su nivel potencial, por lo que la brecha del producto tiende a cero, en el largo plazo.

⁶⁴ Estado de la economía en el largo plazo en el que las variables crecen a tasas constantes previamente especificadas.



Como se ilustra en la gráfica siguiente, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un choque positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria genera una disminución creciente de la tasa de inflación, la cual llega a 2.90% en el séptimo trimestre; seguidamente, dicha tasa converge lentamente a su estado de equilibrio de largo plazo.

