



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

### I. MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

#### A. EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

##### 1. La importancia de tener un ancla nominal

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

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

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

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

## 2. La elección del ancla nominal

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

Por otra parte, los países que escogen como ancla nominal un agregado monetario y aquéllos que adoptan un esquema de metas explícitas de inflación<sup>45</sup> evitan el incurrir en las inconsistencias macroeconómicas derivadas de la *trinidad imposible*; es decir, se respeta el ancla nominal, permitiendo a las autoridades monetarias estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, lo cual influye positivamente en las expectativas de los agentes económicos, aspecto que fortalece y da sostenibilidad a la estabilidad macroeconómica<sup>46</sup>.

Cabe indicar que desde 2000, Guatemala viene avanzando en la implementación de un esquema de metas explícitas de inflación, tal como lo han hecho otros países. Al respecto, un análisis reciente<sup>47</sup> relativo a la tendencia de los regímenes monetarios en los países de América Latina durante el período 1999-2003, señala que el perfil de dichos regímenes ha cambiado significativamente en los últimos cinco años. Por una parte, el número de países que aplica un

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

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

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

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



régimen de dolarización se ha mantenido en 18.8% del total desde 2001 hasta 2003, siendo dichos países Panamá, Ecuador y El Salvador; los dos últimos adoptaron este régimen procurando la estabilidad de precios. Particularmente, Ecuador emigró del régimen de ancla nominal débil<sup>48</sup> utilizado entre 1999 y 2000 hacia el régimen de dolarización para el resto del período. Desde 2001 ningún país latinoamericano ha adoptado un ancla nominal débil como régimen monetario.

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

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

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

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

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

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

**Tabla 2**  
**LATINOAMÉRICA**  
**CLASIFICACIÓN POR RÉGIMEN MONETARIO**  
**AÑOS 1999 - 2003**

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

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



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

## **B. LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

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

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

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

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

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



horizonte, lo que implica que la tasa de inflación se convierte en el ancla nominal de la política monetaria<sup>49</sup>.

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

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

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

---

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



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

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

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

## **II. PERFIL MACROECONÓMICO PARA 2006**

### **A. PROCESO DE ADOPCIÓN DE UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN<sup>50</sup>**

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

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

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

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

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

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

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

#### **a) Discrecionalidad o reglas establecidas**

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





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

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

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

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

#### **b) La elección del ancla nominal: un elemento crucial**

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

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



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

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

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

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



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

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

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

#### **d) Importancia de la transparencia**

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

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



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

#### **e) Otros aspectos de la implementación**

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

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

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



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

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

Un último aspecto es el régimen de tipo de cambio. El régimen compatible con la estrategia de metas explícitas de inflación es el de tipo de cambio flexible, el cual permite un ajuste inmediato del sector externo. Una ventaja de la flotación es que reduce la vulnerabilidad de los países frente a repentinas crisis especulativas. Sin embargo, un problema común, sobre todo para los países con un historial de altas tasas de inflación, es el temor de que la mayor variabilidad del tipo de cambio se transfiera directamente a los precios. Cabe indicar que el tipo de cambio es un canal importante del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las depreciaciones de gran magnitud, por ejemplo, provocadas por perturbaciones de la relación de términos de intercambio o por corrientes de capital, pueden traducirse rápidamente en un aumento de los precios<sup>51</sup>.

---

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



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

Una de las interrogantes que plantea la estrategia de metas explícitas de inflación es si ésta proporciona flexibilidad para implementar la política monetaria o si los bancos centrales adoptan inevitablemente un enfoque “estricto”, conforme al cual el logro de la meta de inflación es el único objetivo de la política monetaria<sup>52</sup>. Es evidente que los bancos centrales no sólo han tratado de reducir al mínimo la brecha entre la inflación efectiva y la meta fijada, así como la variabilidad de la inflación, sino que les ha preocupado la variabilidad de la producción interna en torno al nivel potencial. Sin embargo, la preocupación con respecto a la estabilidad de la producción interna nunca debe llegar a poner en riesgo la viabilidad a mediano plazo de la meta de inflación.

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

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

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

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



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

#### **a) Aspectos que afectan a los países en desarrollo**

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

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



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





**b) El desarrollo del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala<sup>53</sup>**

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

---

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

## **B. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS RELEVANTES PARA LA POLÍTICA MONETARIA<sup>54</sup>**

### **1. Del sector real para 2006**

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

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

---

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



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

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

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

Por su parte, el Banco Mundial<sup>56</sup> -BM- estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de América Central al incrementar las inversiones, extranjeras y nacionales, así como al aumentar las exportaciones e importaciones, que a su vez, podrían ayudar a acelerar la transferencia de tecnología del extranjero. En este sentido, dicho organismo realizó dos estudios. En el

<sup>55</sup> América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional. FMI, 2005.

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



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

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

En el orden interno, el crecimiento esperado se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora de las expectativas de los agentes económicos, derivadas del inicio de algunos de los llamados megaproyectos anunciados por el Gobierno de la República<sup>58</sup>; y, en el impulso que promoverá la realización de las labores de reconstrucción en las áreas afectadas por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*, como consecuencia de mayores niveles de inversión pública y privada.

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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





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

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

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

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé que registre un crecimiento de 9.3% (8.4% en 2005). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en el subsector transporte, el cual presenta un mayor dinamismo, al pasar de un crecimiento de 7.1% en 2005 a uno de 7.7% en 2006, asociado, principalmente, a la incorporación prevista de nuevas unidades en el transporte extraurbano de pasajeros, además de la entrada en funcionamiento del proyecto Transporte Metropolitano -TRANSMETRO<sup>59</sup>-; al incremento esperado en el transporte acuático de carga y de pasajeros; y, al aumento previsto en el transporte urbano de taxis. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 45.5% del sector, se espera que registre un crecimiento de 11.3% en 2006 (10.2% en 2005), derivado del aumento previsto en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, para la ampliación de los servicios de telefonía y de Internet.

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

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



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

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

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

En lo que respecta al sector *administración pública y defensa*, se espera que éste registre una tasa de crecimiento de 3.6% (2.3% en 2005). Este resultado se explicaría, principalmente, por el incremento previsto en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado Ejercicio Fiscal 2006, en el rubro de remuneraciones<sup>60</sup>.

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

---

<sup>60</sup> En materia de seguridad, educación y tareas de reconstrucción.



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

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

## 2. Del sector real para 2007

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



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

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

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

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



### 3. Del sector externo

#### a) De la economía mundial

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

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

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

<sup>61</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook. September, 2005



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

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

En las economías emergentes de Asia el crecimiento regional del PIB se proyecta en alrededor de 7.2% para 2006. Dicho comportamiento continúa influenciado por la pauta que imponen la República Popular China e India, cuyas tasas de crecimiento se estiman en 8.2% y 6.3% en 2006, respectivamente. Entre los principales retos para la República Popular China en el futuro destacan: contener la inversión y mejorar la calidad de sus productos, así como avanzar en el proceso de flexibilización cambiaria<sup>62</sup>. En la India, la actividad económica no será tan dinámica como en los dos últimos años y rondará el 6.3% en 2006, según las previsiones. La enérgica demanda interna motivada por la reactivación industrial, más el alza del precio del petróleo, han provocado un deterioro del saldo comercial, pero el vigor de las exportaciones de servicios y las remesas contribuirá a limitar el impacto en el déficit en cuenta corriente.

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

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



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

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

En cuanto al Hemisferio Occidental<sup>63</sup>, se proyecta que la expansión económica pueda continuar siendo sólida, con un crecimiento esperado de 3.8% para 2006 y se considera que el crecimiento será sostenido por las demandas externa y doméstica. En particular, la disponibilidad del financiamiento externo es menos probable que se convierta en una restricción para sostener una baja inflación, pues el crecimiento ha sido conducido a un grado importante con exportaciones geográficamente bien diversificadas y con el aumento en los términos de intercambio. Algunos países de la región están obteniendo superávit en sus cuentas corrientes y se espera que el superávit regional alcance, en promedio, más de 0.5% del PIB en 2006.

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

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

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

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

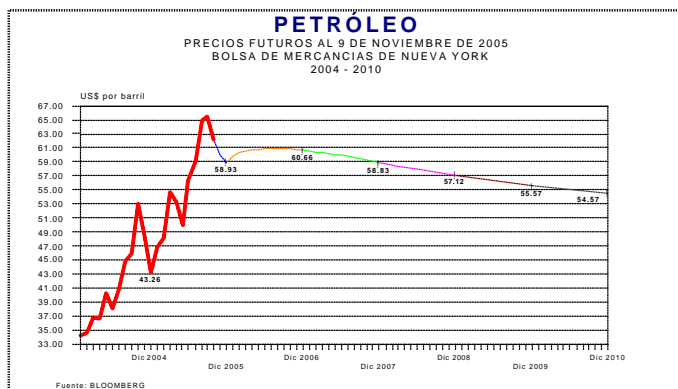
Entre los riesgos para lograr crecimiento sostenido en la mayor parte de los países de la economía mundial, destaca el precio internacional del petróleo, cuya volatilidad y tendencia al alza, continúan siendo un alto riesgo para la economía mundial, sobre todo, después de la escalada de precios provocada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

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

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

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

Gráfica No. 62







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

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

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

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

**b) De la balanza de pagos para 2006**

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



obligaciones de corto plazo del gobierno por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales<sup>64</sup>, ya que éste sería de alrededor de 3.5 meses de importaciones.

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

---

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



### BALANZA DE PAGOS

AÑOS 2005 - 2006

-En millones de US Dólares-

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

<sup>1/</sup> Incluye Maquila por US\$485.0 millones para 2005 y US\$545.6 millones para 2006

<sup>2/</sup> Incluye Errores y Omisiones

<sup>e/</sup> Estimado de cierre

<sup>e/</sup> Estimado

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

#### c) De la balanza de pagos para 2007

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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



## BALANZA DE PAGOS

AÑOS 2006 - 2007

-En millones de US Dólares-

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

<sup>1/</sup> Incluye Maquila por US\$545.6 millones para 2006 y US\$600.2 millones para 2007

<sup>2/</sup> Incluye Errores y Omisiones

<sup>el</sup> Estimado

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

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

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

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





2007 puedan continuar los esfuerzos para la reducción del mismo.

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

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

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

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



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

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

En el campo académico no existe consenso respecto a la magnitud de un déficit en cuenta corriente sostenible; algunos expertos como Sebastián Edwards<sup>65</sup> afirma que un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible para países en vías de desarrollo, debe ubicarse entre el 3% y el 4% del producto interno bruto; en ese sentido, dicho experto recientemente afirmó que para el caso concreto de Guatemala el referido déficit debería de ubicarse en 2%<sup>66</sup>; en contraste, Frenkel<sup>67</sup> y otros argumentan que el 5% puede ser el umbral idóneo y aseveran que países como Nueva Zelanda han tenido durante mucho tiempo déficit aún superiores al 5% y no han sufrido crisis cambiarias, mientras que países como Israel han tenido problemas con desequilibrios menores a la cifra mencionada.

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

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

<sup>66</sup> Sebastián Edwards, Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala, noviembre de 2004.

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



importante en el mecanismo de moderación de la demanda agregada.

#### **4. Del sector fiscal**

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

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

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

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



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

**a) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2006**

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



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

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

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

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



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

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

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación

Carga tributaria

Déficit/PIB

10.0

-2.5

10.1

-1.6

## 5. Del sector monetario

La evidencia en los últimos años de la década pasada demostró que un relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, puede conducir a una alta volatilidad cambiaria, a una marcada reducción de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario<sup>68</sup>. Una nueva expansión forzada del crédito al sector privado en forma inmoderada, solamente resultaría en un debilitamiento del sector externo y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo.

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

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



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

#### **a) Sector monetario para 2006**

Las proyecciones del sector monetario para 2006 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación prevista (6% +/- 1 punto porcentual) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 4.4% y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2006 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 9.9% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre de 2005. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 13% y 15%, en tanto que el crédito bancario al sector privado crecería entre 16.0% y 18.0%, ambos en términos interanuales<sup>69</sup>.

#### **b) Sector monetario para 2007**

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

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

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

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



dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el gobierno central disminuya sus depósitos en el Banco de Guatemala en alrededor de Q129.0 millones durante el año<sup>70</sup>.

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

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

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

---

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





**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2007**  
En millones de Q.

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

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



estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos.

## **6. Otros aspectos para la consolidación de la estabilidad macroeconómica**

### **a) Coordinación con la política financiera del Estado**

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

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

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

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

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

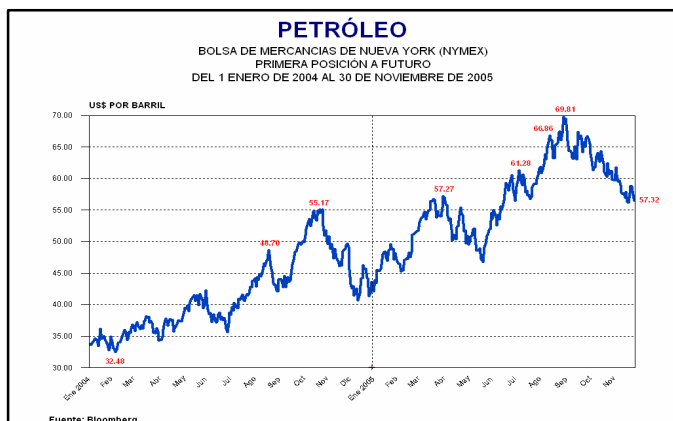
o prohibición de préstamos en moneda extranjera al sector de no-transables (Chile), así como limitaciones cuantitativas para los depósitos en moneda extranjera de los agentes económicos (México).

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

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

## 7. Balance de riesgos de inflación para 2006

Gráfica No. 63



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

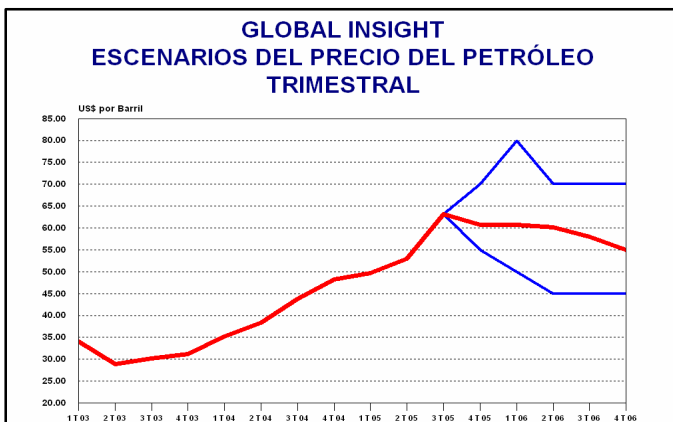
En un escenario base, es decir, que considere que el precio internacional del barril del petróleo se mantenga en niveles cercanos a los US\$60.00 por barril

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

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

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

Gráfica No. 64



## ESCENARIOS ALTERNATIVOS<sup>1/</sup>

### ESCENARIO DE PRECIOS ALTOS

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

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

<sup>71</sup> Escenario pasivo, que no incluye medidas correctivas de política monetaria.



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

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

## **ESCENARIO DE PRECIOS BAJOS**

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

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

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

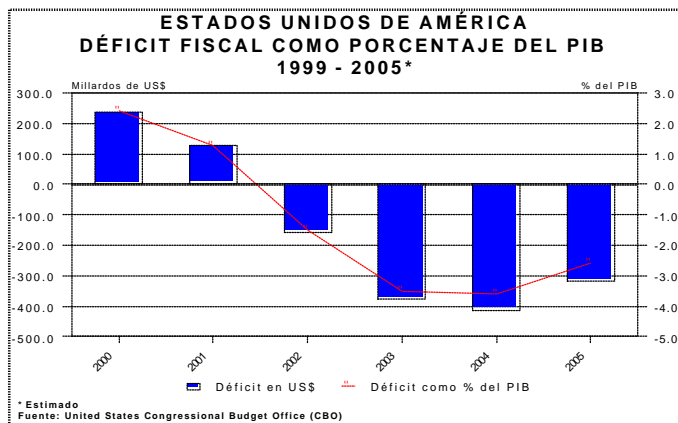
<sup>1</sup> Fuente: Global Insight

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

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

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

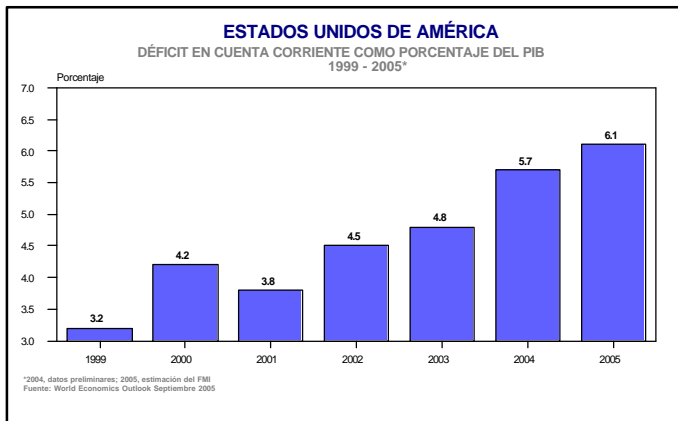
Gráfica No. 65



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

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

Gráfica No. 66



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

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

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

Gráfica No. 67



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



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

#### **A. OBJETIVO FUNDAMENTAL**

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

#### **B. META DE POLÍTICA**

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

##### **1. Propósito de la meta de inflación**

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

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

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

<sup>72</sup> Resolución JM-160-2004 de la Junta Monetaria.





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

## 2. La meta de inflación en 2005

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

Como se ha indicado en este documento, y lo ha explicado el Banco de Guatemala en diversas comunicaciones con el público<sup>73</sup>, las principales causas de que la inflación a lo largo de 2005 haya excedido los valores previstos cuando se estableció la meta, se encuentran en el comportamiento de los precios del petróleo y de sus derivados en los mercados internacionales, así como en los efectos de la tormenta tropical *Stan* sobre los precios de algunos productos agrícolas. Tomando en cuenta estos elementos de juicio, conviene revisar la meta de inflación para 2006,

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



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

### 3. Pronósticos pasivos

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

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

Cabe indicar que el ritmo inflacionario para 2006 y para 2007 puede ser menor que lo que indican los pronósticos pasivos, siempre que la política monetaria continúe aplicando un claro sesgo antiinflacionario. Sin embargo, debe tenerse presente que, de acuerdo con la evidencia internacional, los efectos de la política monetaria sobre la tasa de inflación son observables con rezagos de dos años<sup>75</sup>.

### 4. Propuesta de meta de inflación

Con base en las consideraciones anteriores y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación doméstica converja hacia los niveles observados en las economías industrializadas, se propone que la meta de política monetaria para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007 sea consistente con el proceso de desinflación que se indica a continuación<sup>76</sup>:

<sup>74</sup> Global Petroleum Monthly, November 2005, pag. 16.

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

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



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

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

#### **a) Credibilidad**

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

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



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

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

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

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



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

### **c) Consecución de niveles internacionales de inflación**

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

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

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

### **d) Anclaje de expectativas inflacionarias**

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

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

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

#### **e) Naturaleza inercial del fenómeno inflacionario**

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

#### **f) Meta puntual**

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



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

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

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

**EXPERIENCIA INTERNACIONAL EN LA FIJACIÓN DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN**

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

FUENTE: Sitio Web de bancos centrales

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

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





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

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

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

#### **i) Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)**

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

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

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

El MMS para Guatemala se construyó con la ayuda de personal del Banco Central de la República Checa, especializado en la elaboración de este tipo de modelos y que ha integrado las misiones de asistencia técnica en materia de Inflation Targeting del Fondo Monetario Internacional al Banco de Guatemala<sup>78</sup>. Las principales ecuaciones que conforman dicho modelo se describen a continuación:<sup>79</sup>

#### **Ecuación de Demanda Agregada Doméstica**

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

Donde:

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

#### **Ecuación de Demanda Agregada Externa**

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

Donde:

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

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

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

**Ecuación de Demanda Total**

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

Donde:

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

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

Donde:

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

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

Donde:

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

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

Donde:

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

### Curva de Rendimiento

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

Donde:

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

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

### Ecuación de Fisher de corto plazo

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

Donde:

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

### Ecuación de Fisher de largo plazo

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

Donde:

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

### Expectativas de Inflación

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

### Expectativas de Tipo de Cambio

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

Donde:

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

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

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

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



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

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

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



## ii) Información auxiliar

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

### a) Sistema de manejo de datos

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

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

### b) Pronósticos de inflación de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo se obtienen por medio de la unificación de criterios pertenecientes a diversos expertos en materia de inflación de diversas áreas del Banco Central. Dichos expertos fundamentan sus puntos de vista con base en modelos ARIMA<sup>80</sup>, VAR<sup>81</sup> y de regresión múltiple, así como en información relevante de acuerdo a su experiencia asociada al comportamiento del índice general de precios al consumidor.

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

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

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



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

#### **c) Modelos satélites**

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

#### **d) Otra información relevante**

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

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

---

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



### **iii) Balance de riesgos y recomendación de política monetaria**

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

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

### **iv) Mecanismo de funcionamiento del SPAPM**

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

---

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





**Cuadro 1**  
**Actividades a Realizarse en el SPAPM**

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

#### **D. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA**

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

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

## 1. Tasas de interés

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

### a) Tasa parámetro

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

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

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



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

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

### **b) Tasa de paridad**

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

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

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

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

## 2. Emisión monetaria

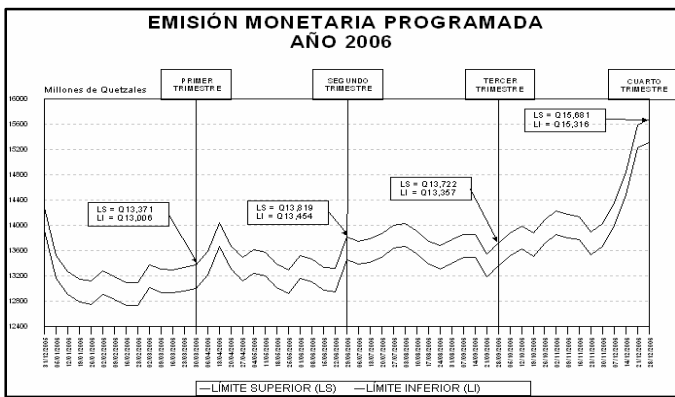
La emisión monetaria constituye un indicador de los niveles de liquidez primaria existentes en la economía, cuyo seguimiento y proyección son útiles para anticipar posibles presiones sobre el nivel general de precios.

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

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

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

Gráfica No. 68





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

Tomando en cuenta el comportamiento indicado de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala moneticen Q6,517.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el rubro de gastos y productos se constituirá en un factor de monetización por Q290.0 millones. Cabe indicar que dentro de este factor el principal egreso está constituido por los intereses de las operaciones de estabilización monetaria que se pagan derivado del esfuerzo de neutralización de liquidez primaria. Asimismo, se recibirán Q37.1 millones por concepto de intereses que devengarán los Bonos del Tesoro<sup>85</sup> que el Ministerio de Finanzas Públicas trasladó en agosto de 2005 al Banco de Guatemala para cubrir las deficiencias netas de la institución registradas en 2003.

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

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

<sup>85</sup> Emitidos a largo plazo y a tasas de interés de mercado.



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

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

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

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

En el cuarto trimestre, como resultado, por una parte, de una contracción prevista de liquidez de origen externo, equivalente a una disminución del nivel de RIN de US\$26.0 millones y, por la otra, de la utilización de depósitos del gobierno central por Q1,009.0 millones y del significativo aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución del saldo de las operaciones de estabilización monetaria por aproximadamente Q1,996.0 millones.



**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2006**  
En millones de quetzales

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
<b>CUENTAS FISCALES</b>					
Ingresos	6535	6950	7034	7786	28304
Egresos	8404	7225	9293	9820	34742
Corrientes	5415	5229	6454	6234	23332
Capital	2989	1996	2839	3587	11410
Déficit (% del PIB)	1870	275	2259	2035	6438 2.5
Financiamiento Externo NETO	2568	109	37	41	2754
Financiamiento Interno NETO	222	428	969	984	2603
Variación de Caja	-920	-263	1254	1009	1080
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>					
<b>I. Reservas Internacionales Netas</b>	<b>2078</b>	<b>-15</b>	<b>-453</b>	<b>-210</b>	<b>1400</b>
RIN US\$	260	-2	-57	-26	175
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>2804</b>	<b>727</b>	<b>1729</b>	<b>1257</b>	<b>6517</b>
1. Gobierno Central	-920	-263	1254	1009	1080
2. Resto del Sector público	-227	-100	-389	-191	-907
3. Posición con bancos	325	41	-90	-1074	-798
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	325	41	-90	-1074	-798
4. Otros Activos Netos	135	-192	142	429	514
Gastos y productos	158	16	66	50	290
Otros	-23	-208	75	379	223
5. Vencimientos de OEMs	3491	1240	814	1084	6628
<b>III. CREACION DE LIQUIDEZ</b>	<b>4882</b>	<b>712</b>	<b>1277</b>	<b>1047</b>	<b>7917</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>-913</b>	<b>448</b>	<b>-98</b>	<b>1959</b>	<b>1397</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-5795</b>	<b>-264</b>	<b>-1374</b>	<b>913</b>	<b>-6520</b>
<b>D. COLOCACION DE OEMs</b>	<b>5795</b>	<b>264</b>	<b>1374</b>	<b>-913</b>	<b>6520</b>
<b>E. COLOCACIONES NETAS (-) OEMs</b>	<b>-2304</b>	<b>977</b>	<b>-561</b>	<b>1996</b>	<b>108</b>

Cabe indicar que debido a que las OEMs constituyen el factor de cierre de los AIN del Banco de Guatemala, éstas se ajustarían para corregir, de ser necesario, cualquier desvío que presente el resto de factores monetizantes estimados en el programa trimestral para 2006.



### **3. Medios de pago**

Los medios de pago -M2- miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma que sea consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero.

En virtud de lo anterior, se tiene que para 2006 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 13.0% y 15.0%, en términos interanuales, consistente, por una parte, con un corredor esperado para todo el año y, por la otra, con los límites superior e inferior mencionados.

### **4. Crédito bancario al sector privado**

El crédito bancario al sector privado como variable de seguimiento es importante, ya que mide el monto de recursos financieros que utiliza la economía para financiar la actividad real. De esa cuenta, su seguimiento permite tener una percepción de las presiones que podría generar sobre la tasa de interés, los precios de los bienes y servicios, y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al igual que en el caso de los medios de pago, se estima una tasa de crecimiento total del crédito bancario al sector privado, incluyendo moneda nacional y moneda extranjera, de tal forma que el crédito total al sector privado guarde congruencia con la meta de inflación prevista por la autoridad monetaria. De esa forma, se espera para 2006 un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado de entre 16.0% y 18.0%, en términos interanuales, consistente, por una parte, con un corredor esperado para todo el año y, por la otra, con los límites superior e inferior antes mencionados.

### **5. Inflación subyacente esperada**

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada





variabilidad (mayormente estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria. Cabe indicar que al igual que en 2005 se continuará utilizando la inflación subyacente esperada como variable de seguimiento con base en modelos econométricos apropiados.

## **6. Expectativas de inflación del sector privado**

Las expectativas de inflación se definen como la creencia pública acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que, para un cierto período se formen los agentes económicos pueden, en algunas circunstancias, influir en forma sustancial (e independiente del comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en el período de que se trate. En efecto, puede ocurrir que, para un comportamiento dado de los fundamentos de la economía, el hecho de que las expectativas de inflación sean altas cause una disminución de la demanda real de dinero; tal disminución, por su parte, generaría un aumento en el nivel general de precios y, por ende, una mayor tasa de inflación, para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Por el contrario, si las expectativas de inflación fueran bajas, ello causaría un aumento en la demanda real de dinero que generaría una menor tasa de inflación, también para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Cabe indicar que sus efectos se manifiestan no sólo en el nivel de precios futuros sino también en las tasas de interés y en el tipo de cambio.

En el contexto descrito, para 2006 se propone continuar el seguimiento, al igual que en 2004 y en 2005, del pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas del sector privado<sup>86</sup>. Su seguimiento permitirá tener una medición de las expectativas inflacionarias del sector privado.

## **7. Expectativas implícitas de inflación**

La encuesta de expectativas de inflación del panel de expertos del sector privado constituye una forma directa para obtener la percepción de un grupo

---

<sup>86</sup> Encuesta mensual dirigida a analistas privados nacionales e internacionales, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la percepción de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



representativo respecto de las expectativas de inflación de los agentes económicos. No obstante, también existen formas indirectas de conocer las citadas expectativas, una de ellas es la que en el ámbito de la literatura económica se le conoce como expectativas implícitas de inflación. Dichas expectativas se obtienen a través de la denominada ecuación de Fisher, la cual puede ilustrarse con la siguiente expresión:

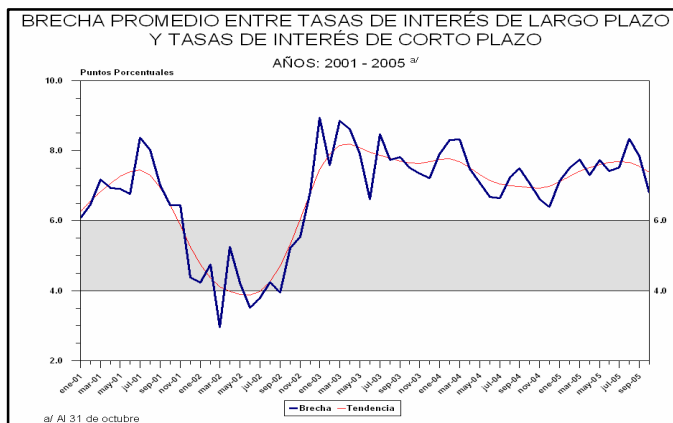
$$\textit{Tasa de interés nominal} = \textit{Tasa de interés real} + \textit{inflación esperada}$$

De dicha expresión se puede inferir que mayores expectativas de inflación requerirán una mayor prima de inflación y, consiguientemente, una mayor tasa de interés nominal. En ese mismo sentido, una reducción de las expectativas de inflación inducirá una reducción en la prima de inflación requerida por los inversionistas, por lo tanto, la tasa de interés nominal estaría disminuyendo.

En el contexto descrito, una forma indirecta o implícita de conocer la prima de inflación es mediante el cálculo de la brecha entre la tasa de interés de largo plazo y la tasa de interés de corto plazo. Dicha brecha se constituye en una aproximación de las expectativas de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de la inflación. La idea que subyace en la afirmación anterior se basa en el hecho de que, por lo general, las tasas de interés de largo plazo son más altas que las de corto plazo, debido a que a medida que mayor es el plazo de una inversión, existe el riesgo de que los rendimientos futuros disminuyan a causa de que la inflación aumente; es decir que, si las expectativas de inflación de los agentes económicos son altas, la prima de inflación que requerirán en sus tasas de rendimiento nominales también lo serán. La evidencia empírica en otros países muestra que por lo general las tasas de interés de largo plazo se mueven en la misma dirección que las de corto plazo. Una excepción a dicho hallazgo es cuando un Banco Central, con el propósito de abatir la inflación, incrementa las tasas de interés de corto plazo, y como resultado de ello se produce una reducción en la tasa de interés de largo plazo, reflejando una alta credibilidad en que la medida adoptada reducirá la inflación futura (originándose el efecto Fisher, dado que la prima de inflación se estaría reduciendo).

La metodología que se propone para realizar la medición de las expectativas implícitas de inflación se basa en el cálculo de diferentes brechas entre tasas de interés de largo plazo y tasas de interés de corto plazo. Para el caso de las tasas de interés de largo plazo se propone utilizar las tasas de interés promedio ponderado del sistema bancario (activa total y préstamos nuevos) y para el caso de las de corto plazo se sugiere utilizar la tasa promedio ponderado del mercado de reportos de 1 a 7 días y un promedio ponderado de las tasas de interés de los CDPs del Banco de Guatemala para los plazos comprendidos entre 7 y 182 días. El promedio de las brechas obtenidas se constituiría en un indicador adecuado para medir las expectativas implícitas de inflación.

Gráfica No. 69



Al aplicar la metodología mencionada y analizar el comportamiento de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo y la de corto plazo entre enero de 2001 y octubre de 2005, se observa que desde mayo de 2003 las expectativas implícitas de inflación redujeron su volatilidad; sin embargo, se observa que han permanecido por arriba del rango meta establecido por la política monetaria para el citado período (4% - 6%), lo que, en términos de orientación de la referida política, indicaría la necesidad de restringirla.

Tomando en cuenta lo anterior, para 2006 se propone, en adición a la encuesta de inflación al panel de analistas privados, incluir como variable indicativa el cálculo de las expectativas implícitas de inflación. Cabe indicar que su seguimiento complementará la medición de las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual es fundamental en un esquema de metas explícitas de inflación.

## 8. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) mide, de forma interrelacionada, los cambios en la tasa de interés y en el tipo de cambio respecto a un año base predeterminado, permitiendo señalar la dirección que podría tomar la política monetaria; es decir, si ésta debe ser más o menos restrictiva derivado del comportamiento observado tanto en la tasa de interés como en el tipo de cambio.



En tal sentido, una depreciación (apreciación) del quetzal implica un aumento (reducción) de las exportaciones netas, por lo que, si esta no es compensada con un aumento (reducción) equivalente de las tasas de interés, se convierte en un excedente (faltante) de demanda agregada, lo que se refleja en una caída (alza) del ICM, indicando un relajamiento (restricción) de la política monetaria.

Tomando en consideración que en el caso de Guatemala el ICM varía fundamentalmente por variaciones en el tipo de cambio nominal, las cuales en algunas ocasiones responden a su comportamiento estacional, se hace necesario buscar un método para suavizar el ICM de las variaciones del tipo de cambio nominal, a efecto de que la orientación de política monetaria proporcionada por dicha variable sea la esperada por la autoridad monetaria. Lo anterior puede lograrse estimando un margen de fluctuación para el ICM. Con dicho propósito, se estableció que el referido margen equivale a (+ / -) 0.8 puntos porcentuales, en los que puede fluctuar el ICM manteniendo una política neutral<sup>87</sup>.

## **E. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO**

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2006, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

### **1. Enfoque en el objetivo fundamental**

La existencia de un objetivo fundamental en términos de promover la estabilidad en el nivel general de precios en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, permite al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de esa meta, que es la mejor contribución que puede ofrecer para la creación y el mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. Es por ello que todas las funciones y atribuciones del Banco Central deben realizarse privilegiando la estabilidad en

<sup>87</sup> Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del Índice de Condiciones Monetarias (ICM) registrada en promedio durante los años 2003 – noviembre 2005.



el nivel general de precios; es decir, cualquier acción de política que se emprenda buscando otros objetivos secundarios, debe realizarse sin menoscabo de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria.

## 2. Cambios en el marco operativo de la política monetaria

### a) Modificaciones al marco operacional para hacerlo consistente con el esquema de metas explícitas de inflación y avances durante 2005

A continuación se presenta una matriz comparativa que ilustra los avances del esquema operativo de realización de operaciones de estabilización monetaria para hacerlo consistente con el esquema monetario completo de metas explícitas de inflación.

<b><u>Modificaciones a efectuar</u></b>	<b><u>Avances en 2005</u></b>
i. Escoger una única tasa de interés líder de política monetaria y no fijar las tasas de interés en el resto de plazos de la curva de rendimiento	i. El Comité de Ejecución, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero dicha tasa de interés fuera la correspondiente al plazo de 7 días. Asimismo, el Comité decidió que a partir del 4 de enero, para el resto de plazos, las tasas de interés fueran determinadas de acuerdo con las condiciones de mercado
ii. Afinar la participación del Banco de Guatemala en los mecanismos de colocación directa (MEBD y bolsas de valores), a manera de reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo	ii. El Comité de Ejecución decidió que, a partir del 4 de enero de 2005, se eliminara el cupo de captación para el plazo de 7 días, situación que propició la estabilidad de la tasa de interés en las operaciones de política monetaria del Banco de Guatemala, al plazo mencionado



<p>iii. Coadyuvar a reducir la volatilidad de las tasas de interés, para lo cual sería necesario que el Comité de Ejecución defina las sesiones en las cuales tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de la Política Monetaria, de preferencia no más de una vez por mes</p>	<p>iii. El Comité de Ejecución, el 7 de enero de 2005, determinó que las sesiones en las cuales tomaría decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria, serían calendarizadas para la sesión posterior al 15 de cada mes, lo cual se fundamentó en el hecho de que, en esa fecha, se podría conocer y analizar con tiempo el dato mensual de inflación, para tomar una decisión debidamente estudiada</p>
<p>iv. Alternar los plazos en las licitaciones, a fin de reducir la competencia entre los mismos</p>	<p>iv. El Comité de Ejecución, el 24 de junio de 2005, acordó que a partir del 4 de julio del mismo año, los lunes de cada semana se licitaran CDPs a los plazos de 91 y 364 días; los miércoles a los plazos de 182 y 728 días; y, los viernes, a los plazos de 1456 días (4 años), 2184 días (6 años) y 2912 días (8 años)</p>
<p>v. Adaptar el método de proyección de liquidez a una base de cálculo de oferta y demanda de reservas bancarias, que es el indicado en un régimen formal de metas de inflación</p>	<p>v. Los departamentos técnicos, con base en los estudios respectivos, a partir del 13 de mayo de 2005, introdujeron modificaciones a la estimación de la liquidez agregada, usando una estimación econométrica para el caso del encaje requerido y un análisis de ciclo de encaje para el cálculo de la posición de encaje</p>
<p>vi. Modificar la estructura del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria en <i>front office</i>, <i>middle office</i> y <i>back office</i></p>	<p>vi. La Junta Monetaria, en resolución JM-106-2005, del 22 de junio de 2005, resolvió, entre otros asuntos, modificar el nombre del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto por el de Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, de manera de adoptar el esquema operacional de <i>front office</i>, <i>middle office</i> y <i>back office</i>. Con esta disposición se viabilizó la implementación de una adecuada segregación de funciones, lo cual contribuye a la creación de un marco de gestión más apropiado para la adopción del régimen completo de metas explícitas de inflación, así como para una adecuada rendición de cuentas y de transparencia en las actuaciones del Banco Central</p>



vii. Reducir la frecuencia de las licitaciones de CDPs, con montos fijos (cupos) para cada plazo	vii. El Comité de Ejecución, a partir del 31 de enero, determinó limitar las licitaciones a 3 por semana (lunes, miércoles y viernes). Asimismo, el Comité dispuso que a partir del 4 de enero de 2005 se establecieran cupos para aquellos plazos que se convocaran por medio del mecanismo de licitaciones, en función de las estimaciones de neutralización de liquidez
viii. Reducir el número de plazos en cada licitación	viii. El número de plazos en cada licitación se ha reducido durante el año en forma paulatina. Este proceso se estima que continúe en 2006, de manera de seguir impulsando el desarrollo del mercado secundario de valores
ix. Comenzar con la emisión de CDPs por fechas de vencimiento, a fin de contribuir con el desarrollo del mercado secundario	ix. Pendiente
x. Principiar con la expedición de CDPs desmaterializados	x. Pendiente

**b) Medidas que se sugieren para 2006**

**i) Comenzar con la emisión de CDPs por fecha de vencimiento, a fin de promover el desarrollo del mercado secundario**

Los CDPs se expiden con motivo de la constitución del depósito realizado mediante los diferentes mecanismos autorizados por la Junta Monetaria al Banco de Guatemala para la ejecución de política monetaria, con diferentes montos, plazos y tasas de interés, lo cual ocasiona que en el mercado financiero exista una gran cantidad de CDPs con características distintas, que dificultan su comparación e intercambio y, por lo tanto, limitan la profundidad y el desarrollo del mercado secundario. Con el propósito de solventar las limitaciones mencionadas, se propone dotar de características a los CDPs tales como igual fecha de vencimiento, igual fecha de pago de intereses, así como igual valor nominal. En ese sentido, el Banco de Guatemala podría expedir CDPs creando puntos de referencia que propicien la formación de una curva de tasas de



interés; es decir, concentrados en fechas de vencimiento que permitan constituir una “masa crítica”<sup>88</sup>, de tal forma que el mercado los identifique como instrumentos líquidos y que contribuya al establecimiento de un *benchmark* de emisión<sup>89</sup>.

Por último, cabe indicar que la implementación de esta medida requiere de un proceso gradual, pues es preciso seguir cuidadosamente una estrategia que, entre otros aspectos, tome en cuenta la incorporación de los agentes económicos que participarían en el mismo.

## **ii) Permitir la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala**

Actualmente, la expedición de los CDPs se efectúa a solicitud de los depositantes, en uno o varios certificados físicos, o bien se realizan registros en custodia. En el caso de los CDPs físicos, no obstante sus características de seguridad, al ser negociados en los mercados de reportos y secundario, en virtud de su movilización y transferencia del reportado al reportador y del vendedor al comprador, están expuestos a riesgos de pérdida, robo, alteración, falsificación o destrucción. En ese sentido, con el propósito de contribuir al desarrollo de un mercado secundario ágil y seguro, en el cual se minimicen algunos de los riesgos mencionados y se reduzcan los costos de transacción asociados y el ciclo de liquidación, se propone; i) que los CDPs expedidos con motivo de adjudicaciones efectuadas a instituciones financieras, en el mecanismo de licitaciones, sean registrados en custodia en el Banco Central; ii) con el propósito de dinamizar el mercado secundario de CDPs, se propone que se permita el cambio de la titularidad de los CDPs registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala, con motivo de transacciones financieras que se realicen en los mercados de reportos y secundario, por las instituciones financieras, en las bolsas de valores autorizadas para operar en el país; y, iii) que los CDPs expedidos físicamente, que se

<sup>88</sup> Volumen que garantiza la liquidez de las colocaciones con determinada fecha de vencimiento. (Programa de Estándares Regionales para la Deuda Pública. Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano, 2003.)

<sup>89</sup> Emisión de valores que es suficientemente grande y transada activamente para que su precio pueda servir como punto de referencia para otras emisiones de similar vencimiento. (Developing Government Bond Markets –A Handbook-, Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, julio de 2001.)





encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

Para viabilizar la forma de operar dicha propuesta, se modificarían las normas contenidas en el “Reglamento para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por medio de Licitaciones en las Bolsas de Valores autorizadas para Operar en el País”, emitido con fundamento en lo dispuesto por la Junta Monetaria en el numeral 1 de la resolución JM-482-92.

### **3. Flexibilidad cambiaria**

El régimen cambiario vigente es flexible y, por ende, el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. A ese respecto conviene recordar que, en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible tener simultáneamente el control del tipo de cambio y de otra variable nominal, como la tasa de inflación o un agregado monetario, lo cual no es más que reiterar que una política de estabilización monetaria no puede descansar sobre el establecimiento de dos anclas nominales, por lo que resulta evidente que la acción del Banco de Guatemala debe centrarse en mantener una inflación baja y estable, a efecto de no generar distorsiones en el resto de variables macroeconómicas.

No obstante lo anterior, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el mercado cambiario. En primer lugar, en una economía abierta el tipo de cambio afecta el precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual incide a su vez en la demanda doméstica y externa de bienes producidos localmente y, por lo tanto, influye en el comportamiento de la demanda agregada y de la inflación. En segundo lugar, existe también un canal directo por el cual el tipo de cambio afecta el precio en moneda local de los bienes importados, por lo que una alta volatilidad cambiaria puede distorsionar los mensajes que envían los precios relativos domésticos al mercado. En tercer lugar, como agente financiero del Estado, el Banco Central debe adquirir y proveer divisas al gobierno para la atención de sus obligaciones, por lo que el Banco de Guatemala podría participar en el mercado cambiario con el propósito de adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público.



En el contexto descrito, y con el propósito de que la participación del Banco Central se base en criterios objetivos que sean conocidos por el mercado, se propone una regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, a efecto de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia; dicha regla está basada en promedios móviles de los tipos de cambio de referencia de compra y de venta, y en márgenes de fluctuación del tipo de cambio, en cuyos límites el Banco Central mantendría, simultáneamente, posturas de compra y de venta, que al agotarse, activarían un mecanismo de subastas que permitiría al Banco Central participar comprando o vendiendo divisas, según sea el caso, evitando con ello comprar o vender divisas innecesariamente y a precios fuera de mercado.

El tipo de cambio a utilizar en la regla propuesta estará dado por los tipos de cambio de referencia de compra y de venta, cuya estimación presenta un rezago estadístico de dos días, lo cual, sin embargo, no implicaría que la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario también refleje dicho rezago, toda vez que cuando el tipo de cambio de mercado rebase los márgenes de fluctuación establecidos, la participación del Banco Central, por medio de subastas, se daría a los precios que prevalezcan en el mercado en ese momento.

Cabe indicar que la regla propuesta plantea que las posturas de compra de divisas por parte del Banco de Guatemala se basen en el comportamiento histórico (media móvil de cinco días hábiles) del tipo de cambio de compra, en tanto que las posturas de venta de divisas del Banco Central se basen en el comportamiento histórico del tipo de cambio de venta, en vez de que ambas posturas se basen en el comportamiento histórico del promedio de los tipos de cambio de compra y de venta (suma de los tipos de cambio de referencia de compra y de venta dividido entre dos) como se opera actualmente. La modalidad de participación propuesta evitaría que, por ejemplo, movimientos en el tipo de cambio de venta del mercado, que todavía no se hubiesen transmitido al tipo de cambio de compra del mercado, obligasen al Banco Central a modificar su postura de compra de divisas y lo situasen fuera del mercado de compra, incluso exponiéndolo a sufrir potenciales pérdidas cambiarias.



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

No está de más indicar que el mecanismo de liquidación anterior se agilizaría aún más cuando las operaciones que se efectúen por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- se liquiden en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, en virtud que en este sistema las operaciones se liquidarían en línea y en tiempo real.

Las características de la regla propuesta son las siguientes:

Para la compra: el Banco de Guatemala mantendrá una postura en el SINEDI de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%. Dicho monto tendría el propósito de brindar un mensaje al mercado acerca de la disposición del Banco Central de participar en el mercado cambiario, a fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio. En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará inmediatamente a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio máximo de adjudicación de esta subasta será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%. En caso se adjudique nuevamente el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de



tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio máximo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior. En el caso de que nuevamente se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta, procediendo en la misma forma pero sin exceder un máximo de cinco subastas de compra de divisas por día. Se estima que el precio máximo de adjudicación para la segunda y subsiguientes subastas de compra es el apropiado para la participación del Banco de Guatemala y se descarta la utilización del precio más bajo recibido en las posturas adjudicadas, en virtud de que no resulta procedente que el precio demandado por alguna institución en particular, sea el que determine la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, ya que ello estaría induciendo a que el Banco Central operara con precios fuera de mercado y estaría enviando señales equivocadas a los agentes económicos, con lo cual podría exacerbarse la volatilidad del tipo de cambio.

Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de compra de divisas, el Banco Central ingresará una postura de compra en el SINEDI por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de compra del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de compra, menos un margen de fluctuación de 0.5%.

Para la venta: el Banco de Guatemala mantendrá una postura en el SINEDI de US\$100.0 miles, cuyo precio será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%. Dicho monto tendría el propósito de brindar un mensaje al mercado acerca de la disposición del Banco Central de participar en el mercado cambiario, a fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio. En caso se llegara a agotar dicha postura, el Banco Central convocará inmediatamente a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto de US\$10.0 millones, permitiendo un período de 15 minutos para ingresar las posturas. El precio mínimo de adjudicación de esta subasta será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de



referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%. En el caso de que se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, cuyo precio mínimo de adjudicación será igual al tipo de cambio promedio ponderado de las posturas adjudicadas en la subasta inmediata anterior. En caso se adjudique nuevamente el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta procediendo en la misma forma, sin exceder un máximo de cinco subastas por día. Se estima que el precio mínimo de adjudicación para la segunda y subsiguientes subastas de venta es el apropiado para la participación del Banco de Guatemala y se descarta la utilización del precio más alto recibido en las posturas adjudicadas, en virtud de que no resulta procedente que el precio demandado por alguna institución en particular, sea el que determine la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, ya que ello estaría induciendo a que el Banco Central operara con precios fuera de mercado y estaría enviando señales equivocadas a los agentes económicos, con lo cual podría exacerbarse la volatilidad del tipo de cambio.

Al día hábil siguiente de haberse efectuado al menos una subasta de venta de divisas, el Banco Central ingresará una postura de venta en el SINEDI por US\$100.0 miles, cuyo precio será el tipo de cambio promedio ponderado de la adjudicación efectuada en la última subasta de venta del día anterior. Si el día hábil previo no hubo subasta, el precio de dicha postura será igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia de venta, más un margen de fluctuación de 0.5%.

Cabe mencionar que el monto diario máximo propuesto de US\$50.0 millones, tanto para la compra como para la venta de divisas, dividido en cinco subastas diarias, equivale al monto promedio de las operaciones que diariamente se realizan en el Mercado Institucional de Divisas. Al respecto, se estima que dicho monto es adecuado porque en aquellos días en los que se observara un comportamiento atípico, con alta volatilidad del tipo de cambio, significaría que el Banco de Guatemala participaría, como mínimo, con un monto igual al monto promedio negociado en el mercado, lo que se considera suficiente para desvanecer la volatilidad excesiva.



Adicionalmente, si la situación lo amerita, el Comité de Ejecución se reuniría en forma extraordinaria, en cuyo caso decidiría montos adicionales a subastar, tanto para la compra como para la venta de divisas, informando a la Junta Monetaria, en su sesión más próxima, sobre la decisión adoptada.

## **F. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA**

### **1. Operaciones de estabilización monetaria**

La estabilización de las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés y tipo de cambio) que se ha logrado, se explica por el apoyo de la política fiscal a la monetaria y por la aplicación de una política monetaria que, con la elección de un ancla nominal (meta de inflación) y dentro del contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, se ha apoyado en la realización de OEMs.

En ese sentido, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2006 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de oferta monetaria, ya que es el instrumento que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Al analizar los vencimientos de las operaciones de estabilización monetaria y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta primaria generada por dichos vencimientos ha sido consistentemente mayor a la demanda de dinero, lo que ha propiciado que constantemente el Banco Central esté neutralizando esos excedentes, de naturaleza estructural. Esta situación evidencia que el Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, puede realizar operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala se acerque a tener una posición neutral frente al mercado de dinero.



### **IMPORTANCIA DE QUE, EN UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN, EN EL MEDIANO PLAZO, EL BANCO CENTRAL EXHIBA UNA POSICION NEUTRAL FRENTE AL MERCADO DE DINERO**

El Banco de Guatemala tiene una posición deudora frente al mercado de dinero, lo cual implica que permanentemente debe neutralizar excedentes de liquidez primaria. Una estrategia que el Banco Central ha adoptado para tener una posición menos deudora en el corto plazo ha sido la colocación de CDPs a plazos largos, aprovechando la coyuntura en que el Ministerio de Finanzas Públicas, al agotar su cupo de colocación, no coloca Bonos del Tesoro en dicho mercado (los cuales, por su naturaleza de servir como fuente de financiamiento, son de largo plazo). La referida estrategia, permite reducir la presión sobre la política monetaria, al no tener que estar recolocando frecuentemente los vencimientos de papeles de corto plazo.

Cabe destacar que mejorar la posición del Banco Central frente al mercado de dinero tiene la bondad de que coadyuva con el proceso de adopción completa de un esquema monetario de metas explícitas de inflación y, con ello, a abatir las expectativas inflacionarias y, consecuentemente, fortalecer la credibilidad de la política monetaria al hacerla más efectiva.

Cabe indicar que la efectividad de la política monetaria se fortalece cuando el Banco Central tiene una posición acreedora o menos deudora frente al mercado de dinero, debido a que ello facilita la ejecución de la referida política, pues el Banco Central incide más efectivamente sobre la tasa de interés de mercado de corto plazo.

Por otra parte, la experiencia de algunos países de Latinoamérica (Chile, México y Brasil) que han adoptado en forma plena el esquema de metas explícitas de inflación, confirma que una posición acreedora del Banco Central permite aumentar la efectividad de la política monetaria y afianzar las bondades del referido esquema monetario. En el caso particular de México, cabe mencionar que el “régimen de saldos diarios” también conocido como “el corto” hubiera sido imposible de implementar si el Banco de México no hubiese tenido una posición acreedora, en virtud de que “el corto” influye sobre el comportamiento de la tasa de interés en el mercado de corto plazo mediante el control de la liquidez bancaria.

## **2. Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América**

Si bien es cierto que los bancos centrales con una política monetaria independiente, orientada a la estabilidad en el nivel general de precios en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, enfrentan la restricción del postulado de la trinidad imposible de la macroeconomía abierta, también lo es que en el corto plazo sí pueden implementar medidas transitorias de política monetaria orientadas a desalentar apreciaciones o depreciaciones<sup>90</sup> aceleradas del tipo de cambio, que ponen en riesgo la estabilidad macroeconómica.

<sup>90</sup> Por ejemplo, el Banco Central de Chile, que desde 1999 implementó un esquema monetario de metas explícitas de inflación, intervino en el mercado cambiario en 2001 y 2002 con el objeto de moderar depreciaciones aceleradas del peso chileno con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, ya que ello ponía en riesgo la estabilidad macroeconómica y la consecución del objetivo fundamental del Banco Central. También en 2003, el Banco Central de Japón adquirió US\$180,000.0 millones para evitar la apreciación abrupta del tipo de cambio y, con ello, distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas.



En ese contexto, siendo que no existe evidencia suficiente para poder afirmar que la afluencia de capitales al país ha cesado en definitiva y que, por lo tanto, tampoco ha desaparecido definitivamente el riesgo de apreciaciones aceleradas del tipo de cambio asociadas a dicho fenómeno, se estima prudente que el Banco Central para 2006 continúe disponiendo del instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio, extrayendo dólares estadounidenses del mercado en el momento en que (estacionalmente) sean excesivos, para reinyectarlos en el momento en que resulten (estacionalmente) escasos, de conformidad con lo establecido en la Resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004.

### **3. Encaje bancario**

Si bien el encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos años éste no se ha utilizado para tal fin, sino más bien para efectos de resguardo de liquidez. En este sentido, dado que, por una parte, es necesario que se continúe fortaleciendo la confianza en el sistema financiero y, por la otra, que las entidades bancarias mantienen excedentes razonables de encaje bancario, es recomendable continuar con una tasa de encaje de 14.6%.

### **4. Prestamista de última instancia**

La asistencia crediticia del Banco Central a las instituciones financieras debe estar orientada únicamente a solucionar problemas temporales de liquidez, con lo que se persigue impedir que dichos problemas se agraven y puedan presionar innecesariamente las tasas de interés o atentar contra el buen funcionamiento del sistema de pagos; es decir, que dicha asistencia debe ser únicamente una “válvula de seguridad” que responda a movimientos inesperados de la liquidez que eventualmente impidan una distribución fluida de las reservas a través del mercado Interbancario.

Con el objeto de propiciar el adecuado uso de la facilidad de prestamista de última instancia, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece límites a la





función de prestamista de última instancia del Banco Central, a fin de privilegiar la consecución de su objetivo fundamental, el cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios<sup>91</sup>.

En ese sentido, la Junta Monetaria en resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, aprobó los lineamientos para el otorgamiento de crédito a los bancos privados nacionales, de conformidad con lo establecido en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, orientado, entre otros, a determinar el procedimiento que de manera general y uniforme debe observarse para el otorgamiento de tales créditos, con el propósito, por un lado, de que se atiendan con la celeridad necesaria las solicitudes que en ese sentido se presenten y, por el otro, que las instituciones bancarias conozcan los requisitos que deben cumplir para obtener dichos financiamientos.

## **G. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA**

### **1. Coordinación con la política fiscal**

La coordinación eficiente y eficaz de las gestiones monetaria y fiscal es necesaria para evitar que el peso de la estabilización recaiga exclusivamente en una de las políticas mencionadas y, por consiguiente, se generen distorsiones tales como presiones innecesarias sobre el tipo de cambio, altas tasas de interés, insostenibilidad de la deuda pública e iliquidez del sistema financiero nacional, las cuales pueden mermar el crecimiento económico.

Durante 2005, la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se continuó llevando a cabo mediante un Comité de Coordinación que, conforme lo acordado entre las autoridades del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala, se reúne periódicamente para darle seguimiento a las operaciones realizadas por dichas instituciones, velando porque las mismas sean acordes a un programa monetario consistente y coherente, en el marco del programa económico del país.

---

<sup>91</sup> Lo mencionado está regulado en el artículo 48 de la ley, el cual establece que el Banco de Guatemala, con base en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria, podrá otorgar crédito a las instituciones bancarias únicamente para cubrir deficiencias transitorias de liquidez.



En el contexto descrito, la continuación para 2006 de una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria constituye una especie de “activo” que fortalece la institucionalidad de la política macro-económica.

## **2. Modernización del sistema de pagos**

El Banco de Guatemala, de acuerdo con el inciso c), artículo 4 de su Ley Orgánica, tiene como función procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, fortaleciendo la confianza y la seguridad del mismo.

Los sistemas de pagos, al facilitar las transacciones económicas y la movilidad de fondos, llegan a constituirse en un factor importante para el buen funcionamiento de la economía. Asimismo, los sistemas de pago coadyuvan a la efectividad de la política monetaria, al desarrollo de los mercados de bienes y financiero y a la estabilidad financiera y monetaria.

Dentro del anterior contexto la Junta Monetaria, en resolución JM-140-2004, aprobó la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos con el fin de fortalecer el marco normativo del sistema de pagos, lograr la cooperación institucional para la modernización del mismo e implementar un sistema de pagos moderno. En ese sentido, se contempló la implementación de un Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR- bajo un marco regulatorio que de certeza legal a dicho sistema. El sistema LBTR, aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-166-2005 del 30 de noviembre de 2005, en su primera fase, que iniciará operaciones a principios de enero de 2006, involucrará a las instituciones bancarias, sociedades financieras, del sector público, la Cámara de Compensación Bancaria y la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero. Para el 2006 deberá implementarse la segunda fase, que consiste en incorporar al referido sistema, los sistemas administrados por la Bolsa de Valores Nacional (Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- y Sistema Electrónico de Liquidación -SEL-), por la Asociación Bancaria de Guatemala (Cámaras de Compensación Automatizadas -ACHs-, por sus siglas en inglés) y a otros participantes expresamente autorizados por el Banco de Guatemala. Lo anterior, se traduce en beneficio directo a la economía del país, a la efec-



tividad de la política monetaria, al desarrollo de los mercados financieros y a la estabilidad macroeconómica.

Por otra parte, el Banco de Guatemala promoverá la preparación de un anteproyecto de ley para normar lo relativo al sistema de pagos del país, el cual contemplará, entre otros aspectos, el relativo a la creación de un Consejo Nacional del Sistema de Pagos.

Por último, en el ámbito regional, el Banco de Guatemala seguirá participando en el proyecto regional de armonización y fortalecimiento de sistemas de pagos de Centroamérica y de la República Dominicana, el cual es coordinado por el Consejo Monetario Centroamericano; asimismo, continuará apoyando el proceso de desarrollo e implementación del Sistema de Interconexión de Pagos, el cual persigue interactuar con los sistemas de alto valor de los bancos centrales de los países de la región.

### **3. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala**

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidas en la ley orgánica y con el fin de que el Banco de Guatemala dé a conocer al público en forma comprensible y accesible los objetivos de la política monetaria, así como las acciones tomadas para la ejecución de dicha política<sup>92</sup>, se propone la calendarización de los temas estratégicos que se deben presentar a Junta Monetaria contenida en el anexo 5. Adicionalmente, a efecto de generar certidumbre en los agentes económicos en la toma de sus decisiones, los bancos centrales que ejecutan la política monetaria en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, anuncian públicamente el calendario anual de las reuniones en las que tomarán decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. La fijación de dichas fechas depende, en cada país, de la frecuencia y de la disponibilidad de información estadística que, luego de ser analizada con detenimiento, apoye la toma de decisiones. En este sentido, a continuación se presenta el calendario que en

<sup>92</sup> Cabe indicar que en materia de metas explícitas de inflación, la transparencia y rendición de cuentas en un esquema monetario de tal naturaleza constituye un elemento valioso para el diseño, implementación y efectividad de la política monetaria.



el caso del Banco de Guatemala podría anunciarse públicamente para 2006.

**CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE EL COMITÉ DE EJECUCIÓN TOMARÁ  
POSICIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA  
MONETARIA PARA 2006**

<b>SESIÓN</b>	<b>DÍA</b>
Enero	27
Febrero	24
Marzo	24
Abril	28
Mayo	26
Junio	23
Julio	28
Agosto	25
Septiembre	29
Octubre	27
Noviembre	24
Diciembre	28



### III. Las Exigencias Comunicacionales de un Régimen Monetario de Metas Explícitas de Inflación (*Inflation targeting*)

En los últimos años, para el cumplimiento de su principal objetivo, un número creciente de bancos centrales ha adoptado con éxito el régimen monetario conocido como “Metas Explícitas de Inflación” (*inflation targeting*). Como bien se sabe, bajo este esquema, la tasa de inflación para un período determinado es el objetivo directo y el compromiso firme del banco central, en vez de utilizar como objetivo intermedio un agregado monetario, el tipo de cambio u otra variable nominal. Es un marco monetario que implica un uso más discrecional de diversos instrumentos de política monetaria, pues lo fundamental es cumplir con la expresión del objetivo de inflación.

Este marco de política monetaria requiere un aumento en la transparencia de las acciones del banco central y una comunicación e información fluida y constante con el público, ya que permanentemente se deberá informar si la meta de inflación se está cumpliendo, y en caso de desviaciones, explicarlas y corregirlas.

Ello hace también que el proceso de rendición de cuentas sea más estricto, por cuanto que está referido precisamente al cumplimiento de la meta de inflación.

La principal motivación para adoptar el régimen de Metas Explícitas de Inflación (MEI) es que se ha comprobado que es un esquema que puede favorecer la consolidación de la credibilidad en las políticas del banco central y de su objetivo de reducir el ritmo inflacionario. Entre sus ventajas están el permitir una evaluación más tangible del desempeño monetario del banco central, y por ende, una mejor rendición de cuentas ante la sociedad; así como mejorar la comprensión del público hacia la política monetaria. Con la mayor transparencia que ofrece el régimen de MEI, el banco central estará expuesto a un escrutinio público más intenso.

Debido a lo anterior, un régimen monetario de MEI exige requerimientos mucho más estrictos en términos de cantidad, calidad y transparencia de la información pertinente, así como de una estrategia de comunicación con la sociedad para un adecuado seguimiento y monitoreo. Esto último es particularmente relevante, pues sin apoyo público, los esfuerzos de las acciones del banco central bajo un esquema de MEI estarían encaminados al fracaso. Es por ello que resulta particularmente crucial bajo este esquema crear un consenso social en torno a la necesidad de lograr la estabilidad permanente de precios.

¿Cómo puede el público monitorear y evaluar la política monetaria bajo un sistema de MEI? Sin ser una lista exhaustiva, se ha reconocido que los siguientes elementos comunicacionales son necesarios bajo un esquema de MEI:

- a. Anuncio eficaz de metas inflacionarias en un horizonte multi-anual.
- b. Dar a conocer al público –general y especializado– la mayor información posible relacionada con metodologías de cálculo, operaciones, e instrumentación y toma de decisiones de la política monetaria. Ello pudiera contemplar por ejemplo, divulgar el modelo de estimación de demanda de dinero, el mecanismo particular de transmisión de la política monetaria, la forma en que se fijaron las metas de inflación, descripción y explicación de los mecanismos de intervención monetaria, la mecánica de la toma de decisiones, etcétera.
- c. Declaraciones públicas sistemáticas por parte de las máximas autoridades decisorias de la institución.
- d. Publicación periódica de un reporte detallado sobre la evolución de la inflación, las medidas monetarias instrumentadas y una evaluación del cumplimiento de los objetivos propuestos, y en caso de desviaciones, detallar las medidas correctivas que se piensan seguir.

Fuente: Código de Principios y Buenas Prácticas Comunicacionales para la Banca Central. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Marzo 2004.



#### **4. Avance en el mejoramiento de las estadísticas económicas**

##### **a) Avances en la implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993**

El Banco de Guatemala está llevando a cabo el proyecto de implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 93)<sup>93</sup>, con el objeto de adoptar la metodología internacional más reciente para el cálculo de las cuentas nacionales, que incluye la adopción de un nuevo año base más actualizado.

En el contexto descrito, previo a 2005, el Banco de Guatemala ha realizado las acciones siguientes:

- i. Contratación de servicios de consultores internacionales especialistas en los diversos temas del proyecto.
- ii. Presentación a la Junta Monetaria de los resultados preliminares del nuevo año base (2001), que incluye:
  - Cuentas de producción y generación del ingreso por actividades económicas;
  - Cuadro de Oferta y Utilización -COU-, el cual incluye 143 actividades económicas y 226 productos;
  - Cuadro de Clasificación Cruzada de Industrias y Sectores Institucionales -CCIS-; y,
  - Matriz de empleo.
- iii. Acciones realizadas en 2005:
  - Se elaboraron las cuentas de producción y generación del ingreso de cada una de las actividades económicas y sectores institucionales para el período 2001-2003, tanto a precios corrientes como constantes de 2001;

---

<sup>93</sup>Denominado así en el Manual preparado bajo los auspicios del Grupo Intersectorial de Trabajo sobre Cuentas Nacionales, la Comisión de las Comunidades Europeas -EUROSTAT-, El Fondo Monetario Internacional, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos -OCDE-, las Naciones Unidas y el Banco Mundial.



- Se construyeron las hojas de equilibrio de oferta y utilización para 226 productos, a precios corrientes y constantes de 2001 para el período 2001-2003, de acuerdo con la Nomenclatura de Productos de Guatemala (NPG), la cual fue adaptada de la Clasificación Central de Productos (CCP); y,
- Se integraron, en forma preliminar para 2001-2003, los Cuadros de Oferta y Utilización -COU-, a precios corrientes y constantes de 2001, desagregados para 143 actividades económicas y 226 productos según la NPG.

iv. Otras acciones realizadas:

- Se construyeron los índices de precios del comercio exterior por productos -NPG- para el período 2001-2003 y están en proceso de elaboración los correspondientes a 2004;
- A partir de los resultados preliminares del COU 2001, se han iniciado los trabajos para elaborar una matriz de contabilidad social, para lo cual se integró una comisión intergubernamental. Además, se cuenta con el apoyo del Institute of Social Studies de Holanda -ISS-; y,
- En forma conjunta con el Comité Interinstitucional de la Cuenta Satélite de Turismo para Guatemala -CSTG-, el cual está integrado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, Instituto Guatemalteco de Turismo -INGUAT-, Dirección General de Migración, Cámara de Turismo -CAMTUR- y el Banco de Guatemala, se participa en la elaboración de la cuenta satélite de turismo, con el apoyo financiero del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-.

v. Cuentas nacionales trimestrales

El Banco de Guatemala, como parte del proceso de mejoramiento de las estadísticas económicas nacionales, y dentro del marco conceptual del SCN93, en octubre del presente año inició el Programa de Implementación de Cuentas Nacionales Trimestrales, cuyo objetivo es desarrollar un sistema de cuentas que permita disponer de un indicador de corto plazo consistente con las cuentas anuales base 2001, que contribuya a dar seguimiento a la política monetaria,



cambiaria y crediticia y que, a la vez, se constituya en un instrumento adicional para la oportuna toma de decisiones de los agentes económicos.

El referido programa comprenderá estimaciones trimestrales del Producto Interno Bruto -PIB-, a precios corrientes y constantes de 2001, así como estimaciones del valor bruto de producción, del valor de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, del consumo privado de los hogares, del consumo intermedio y del valor agregado por rama de actividad, ajustados a los datos de las cuentas nacionales anuales. Además, se contará con el Cuadro de Oferta y Utilización Trimestral.

#### **b) Avances en la implementación del V Manual de Balanza de Pagos**

El Banco de Guatemala, en lo relativo al tratamiento estadístico del sector externo se encuentra en la fase de implementación del V Manual de Balanza de Pagos. En ese sentido, durante 2005 se han realizado dos acciones concretas. En primer lugar, entre el 27 de junio y el 15 de septiembre de 2005 el Banco Central implementó un programa de encuestas empresariales e institucionales, con el objetivo de recopilar información económica y financiera correspondiente al año 2004: de empresas de inversión extranjera directa; de empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; de donaciones a instituciones recibidas del exterior; de organismos internacionales radicados en Guatemala; y, de empresas de otros servicios. En segundo lugar, se está llevando a cabo un proceso de adecuación del registro de las estadísticas cambiarias, para lo cual se ha preparado una propuesta de modificación a los formularios relativos al registro estadístico de ingreso y de egreso de divisas y al del Movimiento Diario de Divisas, de tal manera que el contenido de los mismos sea congruente con el V Manual de Balanza de Pagos. Se espera que el proyecto de los nuevos formularios sea sometido a aprobación de la Junta Monetaria en enero de 2006.





### **c) Avances en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras**

En 2005 se ha dado prioridad a la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), edición 2000, del Fondo Monetario Internacional, cuyo marco metodológico incorpora las mejores prácticas internacionales en materia de compilación y divulgación de las estadísticas monetarias por parte de los diversos bancos centrales.

En tal contexto, el referido manual contempla, entre otros aspectos, que las estadísticas monetarias de un país deben cumplir dos requisitos básicos. El primero, relativo a que las mismas identifiquen a los sectores que actúan en la intermediación financiera (oferentes y demandantes de fondos), aspecto que en el ámbito del referido manual se denomina “sectorización”. El segundo requisito está relacionado con el hecho de que las estadísticas monetarias deben incluir en su compilación a todos los agentes que de manera directa o indirecta participan en el proceso de intermediación financiera, lo que en términos del manual se le denomina “cobertura”.

En cuanto a la cobertura de las estadísticas monetarias y financieras, cabe indicar que la misma se ha ampliado, de acuerdo a las directrices del citado manual, para incluir a otros intermediarios financieros diferentes de los bancos del sistema y de las sociedades financieras, dentro de los cuales se pueden mencionar a las entidades fuera de plaza (*off shore*), a las compañías aseguradoras, a los almacenes generales de depósito, a las entidades emisoras de tarjetas de crédito y, actualmente, se están realizando esfuerzos para incluir a las cooperativas de ahorro y crédito.

#### **IV. RECOMENDACIÓN**

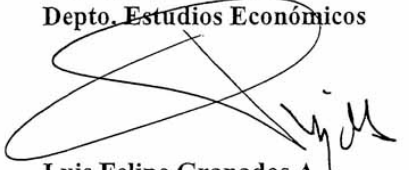
Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.



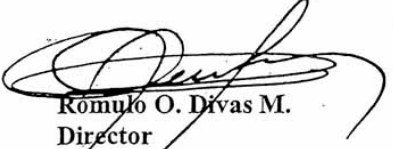
Atentamente,



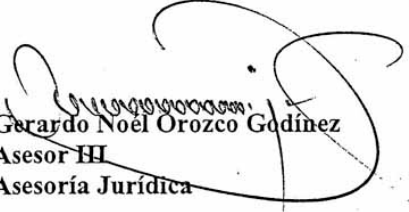
Oscar R. Monterroso Sazo  
Director  
Depto. Estudios Económicos




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




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



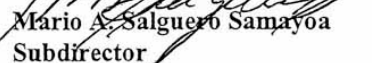
Gerardo Noel Orozco Godínez  
Asesor III  
Asesoría Jurídica




F. Estuardo García Alburez  
Secretario



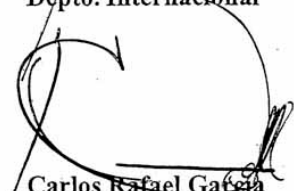
Juan Carlos Castañeda F.  
Director  
Depto. Investigaciones Económicas



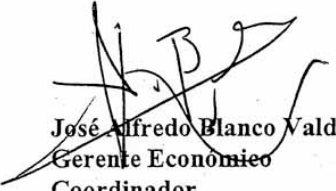
Mario A. Salguero Samayoa  
Subdirector  
Depto. Estadísticas Económicas



Edgar R. Lemus R.  
Director  
Depto. Internacional



Carlos Rafael García  
Gerente Financiero



José Alfredo Blanco Valdés  
Gerente Económico  
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala en sesión celebrada el 15 de diciembre de 2005.

Mca/whm



## **V. APÉNDICE ESTADÍSTICO**



## **A. SECTOR REAL**

**SECTOR REAL**  
**ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
**A PRECIOS DE MERCADO**  
**AÑOS: 2002 - 2007**  
(Millones de quetzales de 1958)

C O N C E P T O	Tasas de Variación Porcentual						Contribución en Variación Porcentual del PIB						Participación en Variación Porcentual del PIB											
	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>5,308.7</b>	<b>5,421.9</b>	<b>5,566.4</b>	<b>5,746.9</b>	<b>5,997.8</b>	<b>6,282.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,192.4	1,230.3	1,275.3	1,305.2	1,346.3	1,396.8	1.8	3.2	3.7	2.4	3.1	3.8	0.41	0.71	0.83	0.54	0.71	0.84	33.44	31.08	31.08	16.62	16.36	17.75
2. Explotación de minas y canteras	29.2	30.4	27.9	27.5	28.8	31.1	10.0	4.2	-8.3	-1.3	4.6	8.0	0.05	0.02	-0.05	-0.01	0.02	0.04	2.27	1.09	-1.75	-0.20	0.51	0.81
3. Industria manufacturera	681.0	688.0	704.2	723.2	750.4	780.4	0.8	1.0	2.3	2.7	3.8	4.0	0.10	0.13	0.30	0.34	0.47	0.50	4.62	6.23	11.18	10.53	10.84	10.55
4. Construcción	93.7	90.6	72.8	74.9	84.4	92.0	-15.3	-3.3	-19.7	3.0	12.6	9.0	-0.33	-0.06	-0.33	0.04	0.16	0.13	-14.46	-2.73	-12.32	1.20	3.77	2.67
5. Electricidad y agua	223.2	233.1	247.0	255.7	271.7	292.1	9.1	4.4	6.0	3.5	6.3	7.5	0.36	0.19	0.26	0.16	0.28	0.34	15.97	8.72	9.65	4.79	6.38	7.16
6. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	552.3	578.7	631.9	685.2	749.2	820.4	5.7	4.8	9.2	8.4	9.3	9.5	0.57	0.50	0.98	0.96	1.11	1.19	25.32	23.34	36.78	29.54	25.53	25.02
7. Comercio al por mayor y al por menor	1,319.2	1,343.7	1,387.3	1,422.9	1,472.0	1,526.5	2.8	1.9	3.2	2.6	3.4	3.7	0.70	0.46	0.80	0.64	0.85	0.91	31.16	21.64	30.12	19.73	19.56	19.15
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	265.3	269.2	275.1	280.8	291.3	302.6	1.8	1.5	2.2	2.1	3.7	3.9	0.09	0.07	0.11	0.10	0.18	0.19	4.02	3.51	4.03	3.15	4.19	3.99
9. Propiedad de vivienda	245.4	252.5	259.8	266.3	272.6	280.5	2.7	2.9	2.9	2.5	2.4	2.9	0.12	0.13	0.13	0.12	0.11	0.13	5.48	6.30	5.04	3.61	2.52	2.78
10. Administración pública y defensa	395.8	383.0	350.7	358.7	371.4	386.3	-0.6	-3.2	-8.4	2.3	3.6	4.0	-0.04	-0.24	-0.60	0.14	0.22	0.25	-1.95	-11.26	-22.36	4.42	5.09	5.22
11. Servicios privados	311.2	322.3	334.6	346.5	359.7	373.6	3.7	3.5	3.8	3.6	3.8	3.9	0.21	0.21	0.23	0.21	0.23	0.23	9.48	9.72	8.54	6.60	5.25	4.88
<b>ESTRUCTURA PORCENTUAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>																		
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>																		
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	22.5	22.7	22.9	22.7	22.4	22.2																		
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5																		
3. Industria manufacturera	12.8	12.7	12.7	12.6	12.5	12.4																		
4. Construcción	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5																		
5. Electricidad y agua	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6																		
6. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.7	11.4	11.9	12.5	13.1																		
7. Comercio al por mayor y al por menor	24.9	24.8	24.9	24.8	24.5	24.3																		
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8																		
9. Propiedad de vivienda	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5																		
10. Administración pública y defensa	7.5	7.1	6.3	6.2	6.2	6.1																		
11. Servicios privados	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0	5.9																		

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

p// Cifras proyectadas

Fuente: Banco de Guatemala



## **B. SECTOR MONETARIO**



**B. SECTOR MONETARIO**  
**AÑOS 2000 - 2006**  
Millones de quetzales

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>e/</sup>	2006 <sup>e/</sup>
Reservas Internacionales Netas (millones de US\$ Dólares)	1,874.1	2,347.9	2,369.6	2,919.3	3,528.0	3,778.0	3,953.0
Reservas Internacionales Netas en MN <sup>1/</sup>	14,992.8	18,783.2	18,956.8	23,354.2	28,223.6	30,223.9	31,623.9
Emisión Monetaria	8,214.2	9,475.9	9,999.6	11,924.4	12,626.4	14,101.8	15,498.8
Crédito al Sector Privado Total <sup>2/</sup>	26,561.9	30,281.9	32,531.2	34,134.5	39,772.2	46,133.6	53,982.0
Captaciones Bancarias Totales <sup>2/</sup>	33,221.1	38,883.9	42,749.1	47,577.2	53,398.5	59,931.5	68,340.2
Medios de Pago M2 en MN	40,429.2	45,173.3	48,180.7	53,285.1	57,559.1	63,499.8	71,408.7
Medios de Pago M2 en M/E <sup>2/</sup>	72.9	2,054.9	3,293.3	4,899.9	7,031.9	8,481.7	10,670.3
Medio de Pago Totales M2 (MN + ME) <sup>2/</sup>	40,502.1	47,228.2	51,474.0	58,185.0	64,591.0	71,981.5	82,078.9
Costo de la Política Monetaria	547.1	1,260.8	1,015.5	990.4	1,186.4	611.0	290.0
Saldo de OMAs	8,612.9	11,011.7	11,158.7	14,508.5	15,904.2	18,691.3	18,075.3
M3 Total	44,237.5	49,601.7	55,179.8	61,603.9	68,248.3	76,028.6	86,672.6

**INDICADORES MONETARIOS**  
**AÑOS 2000 - 2006**  
En porcentajes

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>e/</sup>	2006 <sup>e/</sup>
RIN en MN / Emisión Monetaria	182.5	198.2	189.6	195.9	223.5	214.3	204.0
RIN en MN / OMAs	174.1	170.6	169.9	161.0	177.5	161.7	175.0
RIN en MN / M2 Total	37.0	39.8	36.8	40.1	43.7	42.0	38.5
OMAs / Emisión Monetaria	104.9	116.2	111.6	121.7	126.0	132.5	116.6
Crédito al Sector Privado Total / PIB Nominal	17.7	18.4	17.8	17.3	18.3	18.9	19.6
M2 Total / PIB Nominal	27.0	28.6	28.2	29.4	29.8	29.4	29.7
M2 en ME / M2 Total	0.2	4.4	6.4	8.4	10.9	11.8	13.0
OMAs / M2 Total	21.3	23.3	21.7	24.9	24.6	26.0	22.0
OMAs / PIB Nominal	5.8	6.7	6.1	7.3	7.3	7.6	6.5
Costo de la Política Monetaria / PIB Nominal	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.2	0.1

1/ Tipo de Cambio: Q8.00 X US\$1.00

2/ No incluye Entidades Fuera de Plaza

<sup>e/</sup> Estimado de cierre

<sup>e/</sup> Estimado

Fuente: Banco de Guatemala y Superintendencia de Bancos



## **C. SECTOR FISCAL**





**FINANZAS PÚBLICAS**  
**AÑOS 2000 - 2006**  
**Millones de Quetzales y Porcentajes**

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005 e/	2006 e/
Carga tributaria	9.4	9.7	10.6	10.3	10.1	10.0	10.0
Elasticidad tributaria	1.1	1.3	2.0	0.6	0.8	0.9	1.0
Ingresos totales (% del PIB)	10.4	11.1	11.4	11.0	10.8	10.7	11.0
Impuestos indirectos / Ingresos tributarios	76.5	75.7	73.6	74.1	75.5	73.5	74.2
Gastos totales (% del PIB)	12.2	12.9	12.4	13.3	11.8	12.2	13.4
Gastos de capital / Gasto total	29.4	27.8	30.1	33.1	31.5	32.5	32.8
Gasto social / Gasto total	40.8	42.2	41.1	39.9	41.7	41.6	n.d.
Déficit fiscal (% del PIB)	1.8	1.9	1.0	2.3	1.0	1.5	2.5
Superávit/Déficit primario (% del PIB)	-0.6	-0.5	0.3	-1.2	0.2	-0.3	-1.1
Ahorro en cuenta corriente	2,316.2	2,251.8	4,590.0	3,762.8	5,650.7	5,398.7	4,933.1
Servicio deuda pública total /Ingresos tributarios	67.2	75.3	33.8	27.9	27.3	29.3	38.8
Servicio deuda pública externa/ Exportaciones de bienes y servicios	6.5	8.1	7.8	7.6	9.6	7.0	7.9
Saldo deuda pública interna / Deuda pública total	29.6	28.8	25.1	28.6	29.6	35.8	35.5
Saldo deuda pública externa / Deuda pública total	70.4	71.2	74.9	71.4	70.4	64.2	64.5
Saldo deuda pública total (% del PIB)	19.5	19.6	17.9	19.5	20.0	19.5	20.3
Saldo deuda pública interna (% del PIB)	5.8	5.6	4.5	5.6	5.9	7.0	7.2
Saldo deuda pública externa (% del PIB)	13.7	13.9	13.4	13.9	14.1	12.5	13.1
Saldo deuda pública externa/ Exportaciones de bienes y servicios	64.8	69.3	75.6	80.7	80.4	71.9	69.2

e/ Estimación.

n.d. = no disponible

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.



## **D. SECTOR EXTERNO**



### BALANZA DE PAGOS

Años 2000 - 2006

- En millones de US Dólares -

CONCEPTO	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>p/</sup>	2005 <sup>e/</sup>	2006 <sup>e/</sup>
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	<b>-1,049.0</b>	<b>-1,252.9</b>	<b>-1,234.9</b>	<b>-1,039.1</b>	<b>-1,188.3</b>	<b>-1,302.6</b>	<b>-1,409.0</b>
Exportaciones FOB	2,711.2	2,463.6	2,473.2	2,631.8	2,938.7	3,370.8	3,797.4
Principales productos	1,178.3	949.7	958.4	970.5	1,003.5	1,207.3	1,259.9
Otros productos	1,532.9	1,513.9	1,514.8	1,661.3	1,935.2	2,163.5	2,537.5
Importaciones CIF	5,171.4	5,606.4	6,304.1	6,721.5	7,811.6	8,831.1	9,719.9
Servicios	545.8	893.1	619.7	588.7	678.9	665.4	840.5
Transferencias Corrientes (Neto)	865.4	996.8	1,976.3	2,461.9	3,005.7	3,492.3	3,673.0
Remesas Familiares (Neto)	524.3	571.3	1,503.7	2,026.3	2,518.1	2,940.2	3,118.0
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>1,703.4</b>	<b>1,726.7</b>	<b>1,256.7</b>	<b>1,588.7</b>	<b>1,797.0</b>	<b>1,552.6</b>	<b>1,584.0</b>
Transferencias de Capital (Neto)	85.5	93.4	124.2	133.8	135.3	139.1	141.3
Capital Oficial y Bancario	147.6	208.9	53.8	285.5	249.3	-61.7	300.2
Capital Privado	1,470.3	1,424.4	1,078.7	1,169.4	1,412.4	1,475.2	1,142.5
<b>Variación de RIN</b> {(-) Aumento, (+) Disminución}	<b>-654.4</b>	<b>-473.8</b>	<b>-21.8</b>	<b>-549.6</b>	<b>-608.7</b>	<b>-250.0</b>	<b>-175.0</b>
<b>Monto de Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>1,874.1</b>	<b>2,347.9</b>	<b>2,369.7</b>	<b>2,919.3</b>	<b>3,528.0</b>	<b>3,778.0</b>	<b>3,953.0</b>
<b>RELACION RESPECTO AL PIB</b>							
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	<b>-5.4</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.3</b>	<b>-4.2</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.9</b>
Exportaciones FOB	14.1	11.7	10.6	10.6	10.8	10.5	10.6
Principales productos	6.1	4.5	4.1	3.9	3.7	3.8	3.5
Otros productos	7.9	7.2	6.5	6.7	7.1	6.8	7.1
Importaciones CIF	26.8	26.7	27.0	27.0	28.6	27.6	27.2
Servicios	2.8	4.3	2.7	2.4	2.5	2.1	2.4
Transferencias Corrientes (Neto)	4.5	4.7	8.5	9.9	11.0	10.9	10.3
Remesas Familiares (Neto)	2.7	2.7	6.4	8.1	9.2	9.2	8.7
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>8.8</b>	<b>8.2</b>	<b>5.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>
Transferencias de Capital (Neto)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Capital Oficial y Bancario	0.8	1.0	0.2	1.1	0.9	-0.2	0.8
Capital Privado	7.6	6.8	4.6	4.7	5.2	4.6	3.2
<b>Meses de Importación de Bienes Financiables con RIN</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>
<b>Meses de Importación de Bienes y Servicios No Factoriales Financiables con RIN</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>
<b>COMERCIO EXTERIOR</b>							
<b>EXPORTACION - PRINCIPALES PRODUCTOS</b>							
<b>Café</b>	<b>572.3</b>	<b>300.8</b>	<b>269.0</b>	<b>294.5</b>	<b>325.7</b>	<b>467.3</b>	<b>488.2</b>
Volumen (Miles de qq)	6,316.8	5,282.8	4,528.5	4,982.1	4,303.1	4,426.8	4,740.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	90.60	56.94	59.40	59.11	75.69	105.56	103.00
<b>Azúcar</b>	<b>179.6</b>	<b>259.5</b>	<b>208.2</b>	<b>189.2</b>	<b>191.1</b>	<b>205.6</b>	<b>217.6</b>
Volumen (Miles de qq)	26,606.1	31,380.3	27,329.7	27,481.1	25,713.9	24,833.2	26,700.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	6.75	8.27	7.62	6.88	7.43	8.28	8.15
<b>Banano</b>	<b>187.8</b>	<b>193.0</b>	<b>233.0</b>	<b>230.6</b>	<b>233.5</b>	<b>237.1</b>	<b>266.1</b>
Volumen (Miles de qq)	16,121.0	16,962.7	20,817.6	20,736.9	20,795.1	22,474.7	24,750.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	11.65	11.38	11.19	11.12	11.23	10.55	10.75
<b>Cardamomo</b>	<b>79.4</b>	<b>96.1</b>	<b>93.1</b>	<b>78.9</b>	<b>73.8</b>	<b>70.9</b>	<b>79.0</b>
Volumen (Miles de qq)	315.4	331.6	414.9	621.4	621.0	748.0	810.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	251.74	289.81	224.39	126.97	118.84	94.79	97.53
<b>Petróleo</b>	<b>159.2</b>	<b>100.3</b>	<b>155.1</b>	<b>177.3</b>	<b>179.4</b>	<b>226.4</b>	<b>209.0</b>
Volumen (Miles de barriles)	7,370.3	7,104.6	8,401.3	8,237.5	6,765.6	6,292.2	5,545.0
Precio Medio (US\$ por barril)	21.60	14.12	18.46	21.52	26.52	35.98	37.69
<b>IMPORTACIONES - Grupo Económico CUODE</b>							
Bienes de Consumo	1,435.9	1,784.3	2,003.6	2,188.8	2,480.9	2,682.9	2,925.5
Materias Primas y Productos Intermedios	1,778.4	1,873.4	2,133.7	2,139.1	2,528.0	2,681.1	3,025.0
Combustibles y Lubricantes	540.4	595.9	650.2	908.4	1,088.5	1,566.3	1,619.4
Materiales de Construcción	142.3	156.4	148.1	154.2	166.8	203.4	220.0
Bienes de Capital	1,274.4	1,196.4	1,368.5	1,331.0	1,547.4	1,697.4	1,930.0

<sup>p/</sup> Preliminar

<sup>e/</sup> Estimado de cierre

<sup>e/</sup> Estimado

Fuente: Banco de Guatemala



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES  
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS  
AÑOS 2000 - 2004 Y EXPECTATIVAS PARA 2005 Y 2006  
(Variación Porcentual)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>							
Economía Mundial	4.7	2.4	3.0	4.0	5.1	4.3	4.3
Economías avanzadas	3.9	1.2	1.5	1.9	3.3	2.5	2.7
Estados Unidos de América	3.7	0.8	1.6	2.7	4.2	3.5	3.3
Área del euro	3.8	1.7	0.9	0.7	2.0	1.2	1.8
Japón	2.4	0.2	-0.3	1.4	2.7	2.0	2.0
Economías emergentes de Asia <sup>1/</sup>	6.7	5.6	6.6	8.1	8.2	7.8	7.2
China	8.0	7.5	8.3	9.5	9.5	9.0	8.2
Mercados emergentes y países en desarrollo	5.8	4.1	4.8	6.5	7.3	6.4	6.1
Africa	3.3	4.1	3.6	4.6	5.3	4.5	5.9
Medio Oriente	4.9	3.7	4.2	6.5	5.5	5.4	5.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	3.9	0.5	0.0	2.2	5.6	4.1	3.8
Argentina	-0.8	-4.4	-10.9	8.8	9.0	7.5	4.2
Brasil	4.4	1.3	1.9	0.5	4.9	3.3	3.5
Uruguay	-1.4	-3.4	-11.0	2.2	12.3	6.0	4.0
Chile	4.5	3.4	2.2	3.7	6.1	5.9	5.8
México	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.4	3.0	3.5
Venezuela	3.7	3.4	-8.9	-7.7	17.9	7.8	4.5
Perú	2.9	0.2	4.9	4.0	4.8	5.5	4.5
Colombia	2.9	1.5	1.9	4.1	4.1	4.0	4.0
Costa Rica	1.8	1.0	2.9	6.5	4.2	3.2	2.7
El Salvador	2.2	1.7	2.2	1.8	1.5	2.0	2.0
Guatemala <sup>2/</sup>	3.6	2.3	2.2	2.1	2.7	3.2	4.4
Honduras	5.7	2.6	2.7	3.5	4.6	4.2	4.5
Nicaragua	4.1	3.0	0.8	2.3	5.1	3.5	4.0
Europa Central y del Este	4.9	0.2	4.4	4.6	6.5	4.3	4.6
Comunidad de Estados Independientes	9.1	6.3	5.3	7.9	8.4	6.0	5.7
<b>INFLACIÓN</b>							
Economías avanzadas	2.2	2.1	1.5	1.8	2.0	2.2	2.0
Estados Unidos de América	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	3.1	2.8
Área del euro	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	1.8
Japón	-0.9	-0.7	-1.0	-0.2	0.0	-0.4	-0.1
Economías emergentes de Asia <sup>1/</sup>	1.9	2.7	2.1	2.6	4.2	4.2	4.7
China	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	3.0	3.8
Mercados emergentes y países en desarrollo	7.3	6.7	5.9	6.0	5.8	5.9	5.7
Africa	13.1	12.2	9.6	10.4	7.8	8.2	7.0
Medio Oriente	5.9	5.4	6.5	7.1	8.4	10.0	9.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	7.6	6.1	8.9	10.6	6.5	6.3	5.4
Argentina	-0.9	-1.1	25.9	13.4	4.4	9.5	10.4
Brasil	7.1	6.8	8.4	14.8	6.6	6.8	4.6
Uruguay	4.8	4.4	14.0	19.4	9.2	5.2	6.5
Chile	3.8	3.6	2.5	2.8	1.1	2.9	3.3
México	9.5	6.4	5.0	4.5	4.7	4.3	3.6
Venezuela	16.2	12.5	22.4	31.1	21.7	16.6	18.0
Perú	3.8	2.0	0.2	2.3	3.7	1.8	2.6
Colombia	9.2	8.0	6.3	7.1	5.9	5.2	4.8
Costa Rica	11.0	11.3	9.2	9.4	12.3	12.6	9.5
El Salvador	4.3	1.4	2.8	2.5	5.4	4.0	4.0
Guatemala <sup>2/</sup>	5.1	8.9	6.3	5.9	9.2	9.2	5.0 - 7.0
Honduras	11.0	9.7	7.7	7.7	8.1	8.1	5.8
Nicaragua	9.9	4.7	4.0	6.6	9.3	9.0	6.0
Europa Central y del Este	22.7	19.4	14.7	9.2	6.5	4.8	4.3
Comunidad de Estados Independientes	24.6	20.3	13.8	12.0	10.3	12.6	10.5

<sup>1/</sup> Comprende Asia en desarrollo y las economías de Asia recientemente industrializadas.

<sup>2/</sup> Datos del Banco de Guatemala

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, a septiembre de 2005



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES  
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS  
AÑOS 2000 - 2004 Y EXPECTATIVAS PARA 2005 Y 2006  
(Variación Porcentual)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>RESULTADO PRESUPUESTAL DEL GOBIERNO CENTRAL/PIB</b>							
Economías avanzadas	0.2	-1.0	-2.4	-3.0	-2.8	-2.6	-2.6
Estados Unidos de América	2.0	0.5	-2.4	-3.4	-3.1	-2.6	-2.9
Area del euro	-0.4	-1.6	-2.1	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Japón	-6.9	-6.3	-6.9	-7.1	-7.0	-6.9	-6.7
Economías emergentes de Asia <sup>1/</sup>	-4.7	-4.2	-4.0	-3.5	-2.6	-2.7	-2.5
República Popular China	-3.6	-3.1	-3.3	-2.8	-1.7	-1.7	-1.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	-3.0	-3.3	-3.5	-2.9	-1.7	-1.1	-0.7
Africa	-1.3	-2.1	-2.5	-1.9	-0.2	0.6	2.4
Medio Oriente	4.3	-0.5	-2.2	-0.1	1.6	6.8	7.8
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-2.4	-2.6	-3.1	-3.1	-1.5	-2.1	-1.6
Guatemala <sup>2/</sup>	-1.8	-1.9	-1.0	-2.3	1.0	-1.5	-2.5
Europa Central y del Este	-4.9	-7.1	-7.5	-5.7	-4.7	-4.1	-3.7
Comunidad de Estados Independientes	0.3	1.8	1.0	1.2	2.7	6.0	6.6
<b>CUENTA CORRIENTE/PIB</b>							
Economías avanzadas	-1.0	-0.8	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-1.4
Estados Unidos de América	-4.2	-3.8	-4.5	-4.7	-5.7	-6.1	-6.1
Area del euro	-0.6	0.1	0.7	0.3	0.5	0.2	0.2
Japón	2.5	2.1	2.8	3.2	3.7	3.3	3.0
Economías emergentes de Asia <sup>1/</sup>	2.1	1.8	2.9	3.0	2.9	3.0	2.8
República Popular China	1.9	1.5	2.8	3.2	4.2	6.1	5.6
Mercados emergentes y países en desarrollo	--	--	--	--	--	--	--
Africa	1.6	0.1	-1.8	-0.5	0.1	1.6	3.5

<sup>1/</sup> Comprende Asia en desarrollo y las economías de Asia recientemente industrializadas

<sup>2/</sup> Ministerio de Finanzas Públicas. Para 2006 corresponde al dato del presupuesto.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, a septiembre de 2005



## **E. SECTOR BANCARIO**



## Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2005 y Propuesta para 2006



### SECTOR BANCARIO <sup>1/</sup>

Años 1998 - 2005  
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>2/</sup>
Activo Total	35,854.4	38,964.0	49,812.5	55,910.2	61,510.3	66,217.3	75,909.1	84,559.2
Cartera de Créditos total (bruta)	19,486.4	22,128.8	24,081.5	25,963.3	28,097.9	31,126.6	36,495.7	41,880.4
En Moneda Nacional	19,486.4	22,128.8	24,081.5	20,153.3	20,960.8	22,506.3	26,168.6	30,681.1
En Moneda Extranjera				5,810.0	7,137.1	8,620.3	10,327.1	11,199.3
Cartera Vencida y en mora	1,482.5	2,312.8	2,176.7	2,113.0	2,226.6	2,007.7	2,111.7	2,524.8
Activos <sup>2/</sup>	3,212.3	5,231.0	5,730.9	5,691.1	5,895.3	5,593.6	5,617.9	5,920.2
Improductivos								
Activos afectos ponderados por riesgo	22,735.7	26,386.5	29,153.6	31,100.7	33,513.8	36,477.1	41,216.3	47,646.2
Inversiones en valores <sup>3/</sup> nacionales	8,022.0	7,112.1	12,047.7	15,178.3	15,667.8	18,270.3	21,236.7	23,768.5
Pasivo Total	32,958.2	35,072.2	45,290.9	51,041.4	55,980.8	60,257.0	69,185.2	77,347.5
Depósitos totales	22,986.0	24,047.2	32,749.3	39,098.6	44,180.3	48,949.0	57,057.5	64,584.6
En Moneda Nacional	22,986.0	24,047.2	32,749.3	37,089.8	40,587.4	43,513.9	49,645.0	56,160.1
En Moneda Extranjera				2,008.8	3,592.9	5,435.1	7,412.5	8,424.5
Crédito Externo	3,305.1	3,442.9	4,741.9	5,166.4	5,297.4	5,785.2	6,446.9	6,664.9
Patrimonio Computable	2,828.1	3,870.6	4,176.2	4,431.2	5,044.0	5,320.4	6,024.9	6,483.8
Ganancia neta	301.4	450.1	445.9	542.0	439.0	716.1	968.8	1,128.4
Capital pagado + reservas	1,923.3	2,681.3	3,554.9	3,747.1	4,420.6	4,450.9	4,778.7	5,011.5

### NÚMERO DE HABITANTES Y NÚMERO DE AGENCIAS BANCARIAS

Años 1998 - 2005

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>2/</sup>
Número de habitantes	10,799,133	11,088,362	11,225,403	11,503,653	11,791,136	12,087,014	12,390,518	12,700,611
Número de agencias bancarias	978	1,093	1,164	1,217	1,257	1,245	1,343	1,348

### INDICADORES BANCARIOS

Años 1998 - 2005

-Porcentajes y número-

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>2/</sup>
Cartera de créditos / Activo total	54.3	56.8	48.3	46.4	45.7	47.0	48.1	49.5
Estructura de la cartera crediticia por tipo de moneda								
Cartera en moneda nacional / Cartera Total	100.0	100.0	100.0	77.6	74.6	72.3	71.7	73.3
Cartera en moneda extranjera / Cartera Total				22.4	25.4	27.7	28.3	26.7
Cartera vencida y en mora / Cartera Total	7.6	10.5	9.0	8.1	7.9	6.5	5.8	6.0
Activos Improductivos / Activo Total	9.0	13.4	11.5	10.2	9.6	8.4	7.4	7.0
Inversión en Valores nacionales / Activo Total	22.4	18.3	24.2	27.1	25.5	27.6	28.0	28.1
Depósitos / Pasivo Total	69.7	68.6	72.3	76.6	78.9	81.2	82.5	83.5
Depósitos en moneda nacional / Depósitos totales	100.0	100.0	100.0	94.9	91.9	88.9	87.0	87.0
Depósitos en moneda extranjera / Depósitos totales				5.1	8.1	11.1	13.0	13.0
Crédito Externo / Pasivo Total	10.0	9.8	10.5	10.1	9.5	9.6	9.3	8.6
Crédito Externo / Cartera Total	17.0	15.6	19.7	19.9	18.9	18.6	17.7	15.9
Solvencia Patrimonial								
Patrimonio computable / activos ponderados por riesgo	12.4	14.7	14.3	14.2	15.1	14.6	14.6	13.6
Rentabilidad <sup>4/</sup> (Ganancia / capital pagado más reservas)	15.7	16.8	12.5	14.5	9.9	16.1	20.3	27.0
Bancarización (Número de habitantes / número de agencias bancarias)	11,042	10,145	9,644	9,452	9,380	9,708	9,226	9,422

1/ A partir de 2001 no incluye bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

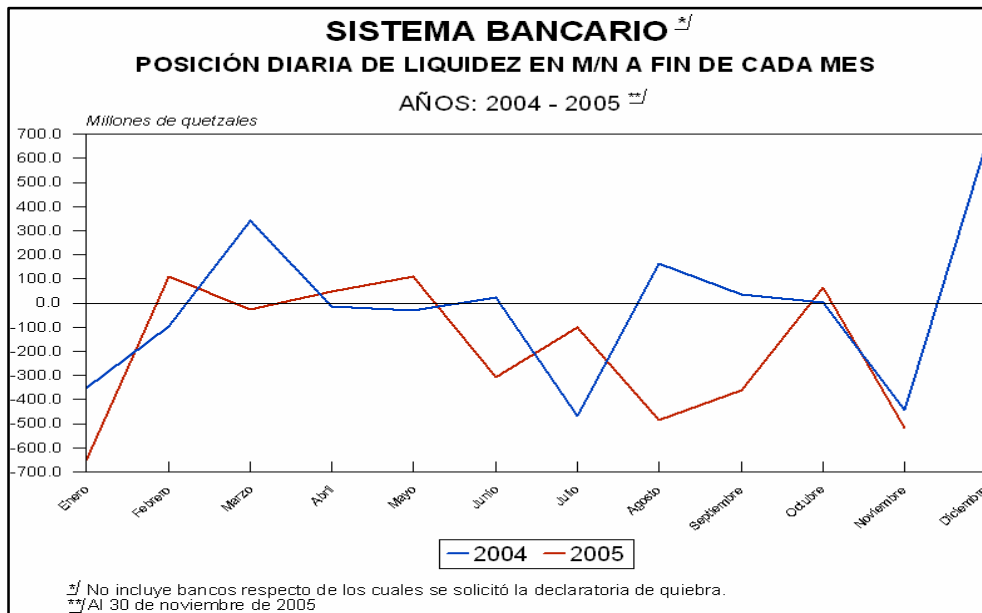
2/ Se refiere a aquéllos que no generan ingresos financieros (activos fijos, activos extraordinarios, cartera vencida y cartera en mora).

3/ Incluye inversiones temporales e inversiones de largo plazo.

4/ Los indicadores son anuales.

a/ Cifras a octubre. En el caso del número de habitantes corresponde a estimaciones efectuadas por el INE.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituto Nacional de Estadística -INE-



**SISTEMA BANCARIO**  
**POSICIÓN DIARIA DE LIQUIDEZ EN M/N A FIN DE CADA MES**  
**AÑO: 2004 - 2005**  
**Millones de quetzales**

MES	2004	2005
Enero	-350.6	-656.1
Febrero	-97.1	111.4
Marzo	343.5	-24.4
Abril	-14.5	46.2
Mayo	-30.4	109.8
Junio	24.9	-308.6
Julio	-470.3	-99.1
Agosto	163.5	-484.5
Septiembre	35.6	-360.7
Octubre	2.0	65.8
Noviembre	-445.2	-519.4 a/
Diciembre	656.0	

a/ Cifras al 30 de noviembre.





**SISTEMA BANCARIO<sup>1/</sup>**  
**CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
Años: 2002 - 2005  
- Millones de quetzales -

DESTINO	2002	2003	2004	2005 a/
<b>Total</b>	<b>28,097.9</b>	<b>31,126.6</b>	<b>36,495.7</b>	<b>41,880.4</b>
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,125.3	2,757.9	2,612.9	2,451.4
Explotación de minas y canteras	45.9	14.1	7.8	15.5
Industria manufacturera	3,154.0	3,473.4	3,476.9	3,225.1
Electricidad, gas y agua	379.7	452.3	608.7	770.2
Construcción	1,750.7	1,919.3	2,749.2	4,086.3
Comercio	7,399.0	7,287.2	6,961.4	7,042.5
Transporte y almacenamiento	210.3	224.5	228.6	496.4
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	991.0	1,227.1	1,355.1	2,127.0
Servicios comunales, sociales y personales	761.9	979.8	946.6	937.9
Consumo, transferencias y otros	11,280.1	12,791.0	17,548.5	20,728.1

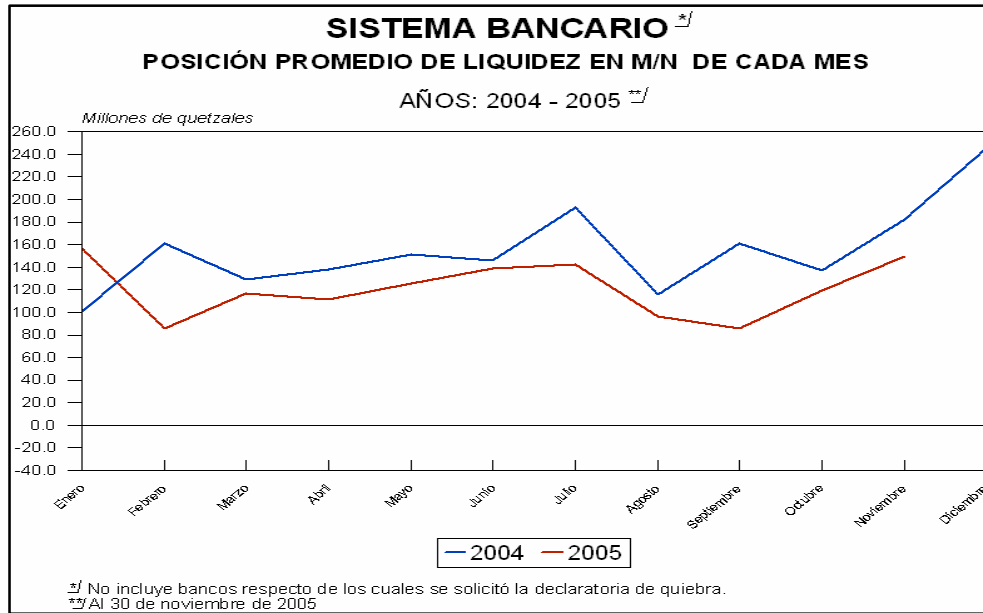
**SISTEMA BANCARIO<sup>1/</sup>**  
**ESTRUCTURA DE LA CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
Años: 2002 - 2005  
- Porcentajes -

DESTINO	2002	2003	2004	2005 a/
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	7.6	8.9	7.2	5.9
Explotación de minas y canteras	0.2	0.0	0.0	0.0
Industria manufacturera	11.2	11.2	9.5	7.7
Electricidad, gas y agua	1.4	1.5	1.7	1.8
Construcción	6.2	6.2	7.5	9.8
Comercio	26.3	23.4	19.1	16.8
Transporte y almacenamiento	0.7	0.7	0.6	1.2
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	3.5	3.9	3.7	5.1
Servicios comunales, sociales y personales	2.7	3.1	2.6	2.2
Consumo, transferencias y otros	40.1	41.1	48.1	49.5

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

a/ Cifras al 31 de octubre.

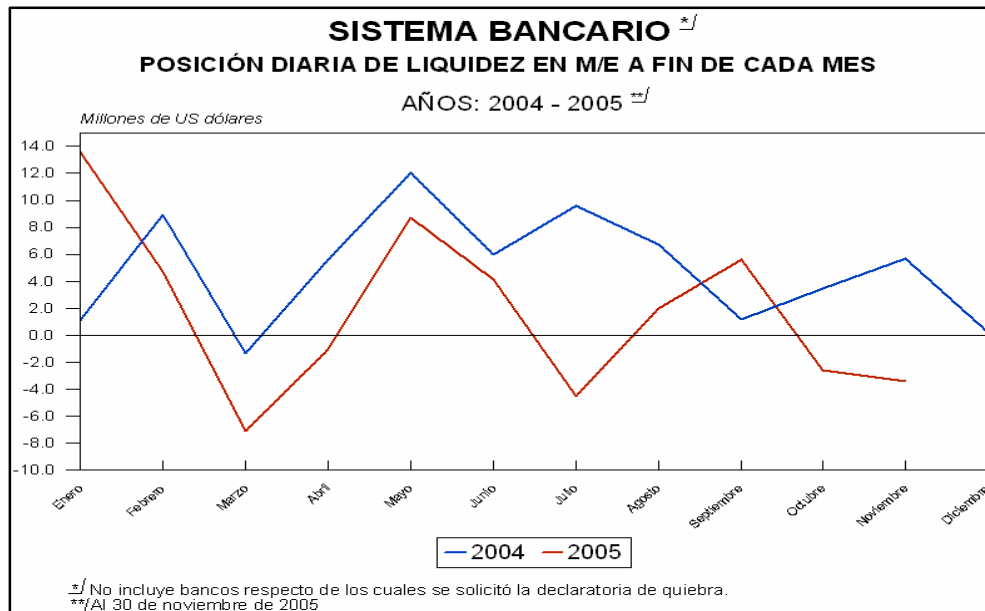
Fuente: Boletín Mensual de Estadísticas del Sistema Financiero, Superintendencia de Bancos.



**SISTEMA BANCARIO**  
**POSICIÓN PROMEDIO DE LIQUIDEZ EN M/N DE CADA MES**  
**AÑO: 2004 - 2005**  
**Millones de quetzales**

MES	2004	2005
Enero	100.5	156.8
Febrero	161.1	86.2
Marzo	128.9	116.4
Abril	138.4	111.3
Mayo	151.4	125.8
Junio	146.2	138.7
Julio	193.4	142.6
Agosto	115.9	96.8
Septiembre	161.5	86.2
Octubre	137.2	119.7
Noviembre	181.9	149.6 a/
Diciembre	245.5	

a/ Cifras al 30 de noviembre.



**SISTEMA BANCARIO**  
**POSICIÓN DIARIA DE LIQUIDEZ EN M/E A FIN DE CADA MES**  
AÑO: 2004 - 2005  
Millones de US dólares

MES	2004	2005
Enero	1.1	13.6
Febrero	8.9	4.7
Marzo	-1.3	-7.1
Abril	5.6	-1.0
Mayo	12.0	8.7
Junio	6.0	4.1
Julio	9.6	-4.5
Agosto	6.7	2.0
Septiembre	1.2	5.6
Octubre	3.5	-2.6
Noviembre	5.7	-3.4 a/
Diciembre	0.2	

a/ Cifras al 30 de noviembre.

