

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2006

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

La Junta Monetaria, en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, diseñada para continuar con el proceso de adopción de un esquema de metas explícitas de inflación, a fin de consolidar la estabilidad en el nivel general de precios. El objetivo fundamental de la referida política se estableció como una meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2006 y de 5% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2007.

La implementación de la política monetaria en 2006, como se indicó, es consistente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de dicha política y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

En el contexto descrito, a noviembre de 2006 el ritmo inflacionario se ubicó en 4.40%, inferior en 4.17 puntos porcentuales al observado en diciembre de 2005 (8.57%).

Entorno internacional. En el primer semestre de 2006, el precio internacional del petróleo mostró una tendencia creciente, la cual reflejó, principalmente, las tensiones políticas en Nigeria (país que suministra aproximadamente un 8% de la oferta mundial del crudo), de las tensiones geopolíticas asociadas al programa nuclear de Irán (país que abastece alrededor de un 13% de la referida oferta) y del alto volumen de la demanda mundial.

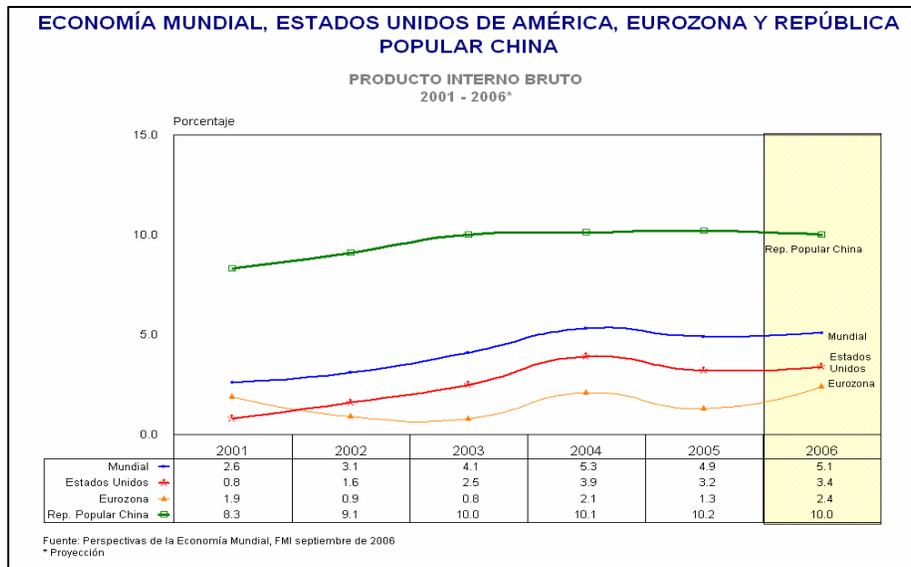
Por su parte, en el segundo semestre, el precio internacional del petróleo registró un nivel récord histórico (US\$77.03 por barril el 14 de julio). Dicho comportamiento, se asocia, principalmente, a las acciones militares en la frontera entre Israel y Líbano y al lanzamiento de misiles por parte de Corea del Norte al Mar del Japón. Luego de ese nivel, se registró una marcada tendencia a la baja en el precio del crudo hasta alcanzar un precio de



US\$55.81 por barril el 17 de noviembre de 2006, siendo éste el más bajo registrado en el segundo semestre del año. Las principales causas de la tendencia decreciente en el precio del petróleo se asocian a los factores siguientes: a) disminución de la demanda de combustibles en los Estados Unidos de América, debido a la finalización de la temporada de verano; b) incremento en el nivel de inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América, como resultado del debilitamiento de la demanda; c) ausencia de acciones militares importantes que pudieran afectar a los países petroleros; d) descubrimiento de importantes reservas de petróleo en el Golfo de México; y, e) signos de posible desaceleración económica mundial.

En cuanto al crecimiento económico mundial, el Fondo Monetario Internacional -FMI- estima que la economía mundial crecerá 5.1% en 2006; dicho comportamiento se sustenta, principalmente, en el repunte que se viene observando en la producción industrial mundial desde el segundo semestre de 2005, en la capacidad de adaptación a las nuevas condiciones del mercado mundial que ha venido presentando el sector de servicios, en el mayor crecimiento mostrado por el comercio mundial, en la mejora en el mercado laboral y en el aumento de la confianza de los consumidores. El porcentaje de crecimiento económico mundial para 2006 es ligeramente superior al observado en 2005 (4.9%), reflejando el dinamismo de la economía global. En este resultado influye la evolución prevista del crecimiento económico de los Estados Unidos de América de 3.4%¹ (país que representa el 20.1% de la economía mundial y es el principal socio comercial de Guatemala), así como por el dinámico comportamiento proyectado de la economía de la República Popular China, la cual, no obstante las medidas de restricción macroeconómica implementadas en 2005, continuaría registrando un importante crecimiento, que se estima en 10.0% para 2006.

¹ Para 2006, según una revisión reciente del Consejo de Asesores de la Administración Bush, el crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América se prevé en 3.1%.



Entorno interno. Durante 2006, el desempeño de la política monetaria ha sido favorecido por el apoyo de la política fiscal, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado; el comportamiento desmonetizante del resto del sector público reflejado en un aumento de los depósitos a plazo en el Banco de Guatemala; y, la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada del citado comportamiento de la economía global, así como de los niveles de inversión pública y privada previstos.

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

Dicha certeza y confianza en materia económica-financiera por parte de los agentes económicos se reflejó en la reciente suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A., la cual se fundamentó en lo que para el efecto establece la Ley de Bancos y Grupos Financieros, que constituye un marco legal, ágil y flexible que favorece la administración de riesgos y la salida ordenada del sistema de aquellos bancos que presenten problemas y que amenacen o



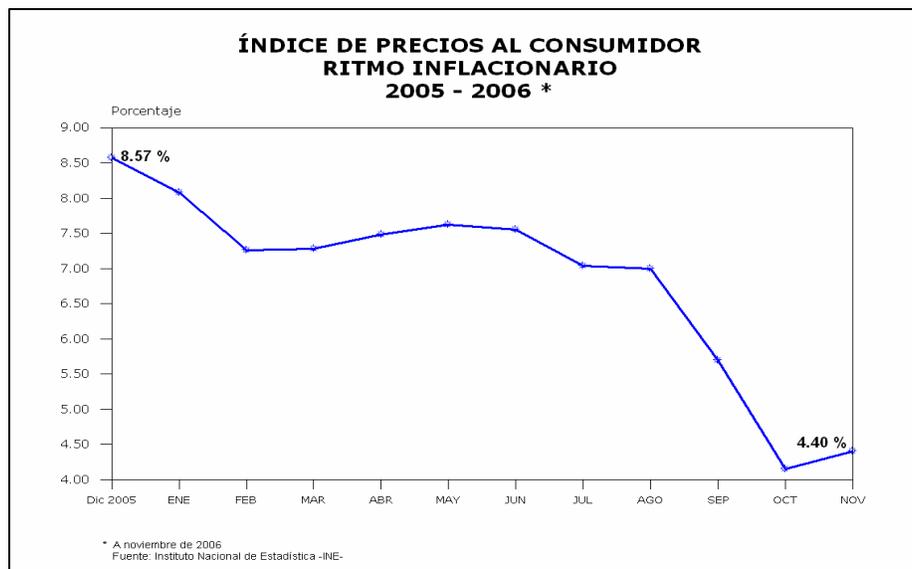
pongan en riesgo el funcionamiento del sistema financiero del país, de conformidad con estándares internacionales, por lo que la suspensión de operaciones del referido banco se considera un caso aislado y no representa una crisis sistémica en el país². Sobre el particular, conviene señalar que recientemente, tanto el mercado de dinero como el cambiario han evolucionado normalmente. En ese sentido, no obstante alguna volatilidad mostrada por la tasa de interés de reportos luego de la suspensión, en la actualidad la misma se ha estabilizado en los niveles que venía observando antes del evento citado. En lo que respecta al mercado cambiario, éste se mantuvo estable lo que se reflejó en el comportamiento del volumen de transacciones y, por ende, en el tipo de cambio nominal. Asimismo, tanto el crédito bancario al sector privado como las captaciones bancarias mantienen el dinamismo que han venido mostrando durante el año.

Otro aspecto importante de resaltar es lo indicado en el último informe “*Doing Business 2007*” del Banco Mundial. Al respecto, en dicho informe se destaca que a partir de 2000 Guatemala implementó reformas económico-financieras significativas y que el país se encuentra dentro de los ocho países en el mundo y dentro de los tres en América Latina que más reformas ha implementado en 2006, subrayando los tres aspectos siguientes: mejoramiento en el registro de la propiedad; una aprobación más ágil de los estudios de impacto ambiental; y, la reducción del tiempo para registrar una empresa nueva (incluye la implementación de la “ventanilla ágil”). Lo anterior, permitió a Guatemala pasar del puesto 128 en que se encontraba en 2005 al 118 en 2006.

Inflación. A noviembre del presente año, el ritmo inflacionario se desaceleró 4.17 puntos porcentuales, al pasar de 8.57% en diciembre de 2005 a 4.40% en

² En este contexto, calificadoras internacionales de riesgo se pronunciaron sobre la credibilidad de las autoridades monetarias y financieras del país en cuanto a que la suspensión de las operaciones del Banco del Café, S.A. no pone en riesgo la estabilidad económica-financiera de Guatemala. En efecto, *Standard & Poor's* mantuvo la calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de la República de Guatemala en BB. Asimismo, la referida calificadora también mantuvo la calificación de la deuda interna de largo plazo en BB+. Por su parte, *Moody's* reafirmó de “positiva” la calificación de la deuda soberana del país en moneda extranjera. Por su parte, *Fitch Ratings* mantuvo la calificación soberana de Guatemala en BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. De acuerdo con dichas entidades, las referidas calificaciones de riesgo país, están respaldadas, entre otros aspectos, por los bajos niveles de deuda externa del país, por el fortalecimiento de su posición externa, por el largo historial de disciplina fiscal e inflación moderada, por el sólido récord de pago de la deuda comercial, por el fortalecimiento del sistema bancario y por la perspectiva de un crecimiento económico sostenido. Un mayor detalle sobre los pronunciamientos de dichas calificadoras, se encuentra en el Anexo 1 del presente documento.

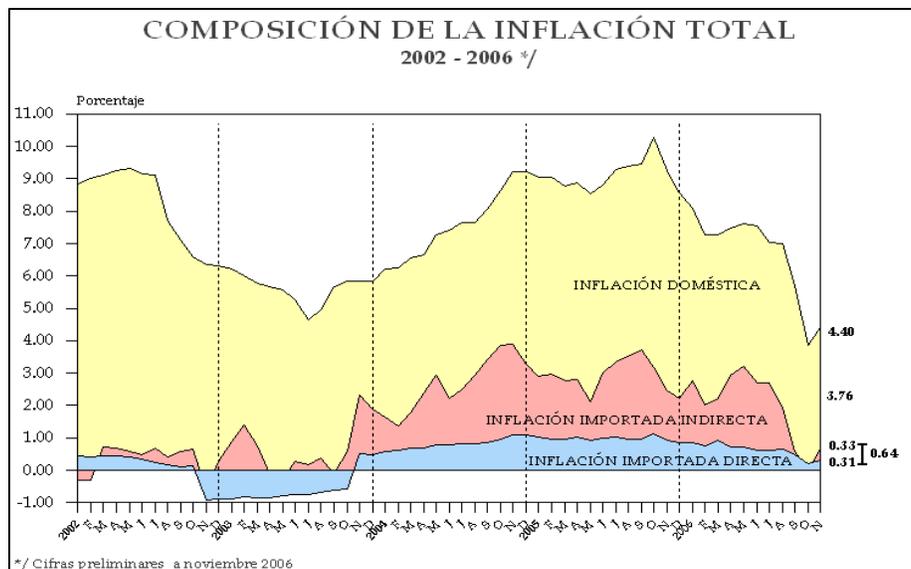
noviembre de 2006. El referido comportamiento se asocia, por un lado, al hecho de que los precios de los derivados del petróleo en Guatemala registraron incrementos de menor proporción en el primer semestre del año respecto de la evolución de los mismos en el segundo semestre de 2005, así como la reducción en los referidos precios durante el segundo semestre de 2006, particularmente a partir de la segunda semana de agosto y, por el otro, al efecto rezagado proveniente de los incrementos en la tasa de interés líder de la política monetaria efectuados en 2005 y en 2006. Un análisis econométrico realizado recientemente por el Banco de Guatemala, que tomó en cuenta los niveles inflacionarios registrados en los últimos dos años, denota que un incremento de 1% en la tasa de interés líder de la política monetaria reduciría en 0.63% el ritmo inflacionario, con un rezago de seis meses³.



Como consecuencia del comportamiento del precio internacional del petróleo, la inflación importada disminuyó 1.57 puntos porcentuales, al pasar de 2.21 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 0.64 puntos porcentuales en noviembre de 2006, lo que aunado a una desaceleración de 2.60 puntos porcentuales en la inflación doméstica en el mismo período, explica, como se

³ El modelo de regresión simple utilizado para la estimación se basa en una serie mensual de enero de 2004 a noviembre de 2006 y se especificó de la manera siguiente: ritmo inflacionario = $\beta_0 + \beta_1$ (tasa de interés líder_{t-6}), donde β_0 = intercepto y β_1 = pendiente. El término de error fue modelado mediante un proceso de promedios móviles de orden 12.

indicó, la disminución de 4.17 puntos porcentuales en el ritmo inflacionario. A noviembre de 2006, del ritmo inflacionario de 4.40%, 0.64 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada y 3.76 puntos porcentuales a la inflación doméstica. Cabe destacar que con base en el referido análisis de la composición del ritmo inflacionario en inflación importada y doméstica, se observa, por una parte, que la inflación doméstica se ha venido reduciendo sostenidamente, al pasar de 6.36% en diciembre de 2005 a 3.76% en noviembre de 2006 y, por la otra, que al analizar la inflación importada indirecta⁴ se observa una significativa reducción, al pasar de 2.21% en diciembre de 2005 a 0.64% en noviembre de 2006; ambas reducciones, se explican, fundamentalmente, por la desaceleración en el precio internacional del petróleo, así como por el efecto rezagado de los aumentos en la tasa de interés líder de la política monetaria durante 2005 y 2006.



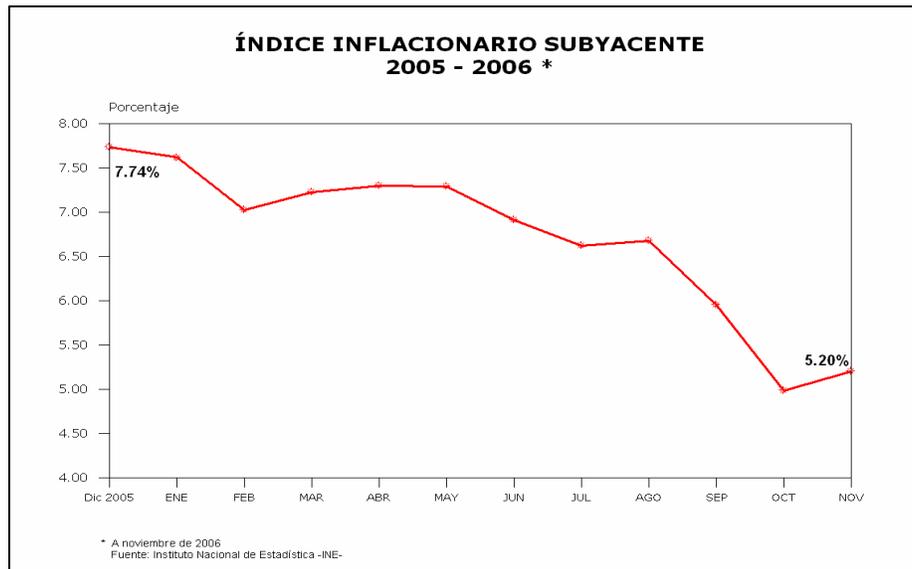
Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente⁵, también mostró una tendencia a la desaceleración, al pasar de 7.74% en diciembre de 2005 a

⁴ Se refiere al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.

⁵ Se refiere a la tasa de crecimiento interanual de un índice de precios que en su construcción elimina algunos de los bienes y servicios incluidos en el IPC cuyos precios son, por lo general los más volátiles, de donde deviene que la inflación subyacente excluye componentes que distorsionan el comportamiento del índice citado por efectos coyunturales, estacionales o choques de oferta.



5.20% en noviembre de 2006 (una disminución de 2.54 puntos porcentuales), lo que denota, como se indicó, que los ajustes en la tasa de interés líder de la política monetaria aplicados en 2005 y en 2006, apoyados por la disciplina fiscal, han incidido positivamente en el comportamiento de dicha variable.



Ejecución de la política monetaria. La gestión de la política monetaria en 2006 dentro de un esquema de metas explícitas de inflación coadyuvó a moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

En ese contexto, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente dispone que las decisiones en materia de tasa de interés líder de la política monetaria serán adoptadas por la Junta Monetaria una vez al mes conforme un calendario anual de reuniones, tomando como base el análisis que para el efecto realice el Comité de Ejecución, en función del Sistema de Pronósticos y Análisis de la Política Monetaria y del seguimiento de las variables indicativas de dicha política.

Un resumen de los principales factores que la Junta Monetaria tomó en consideración en los meses de abril, junio y julio, cuando acordó elevar la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos en cada ocasión, se presenta a continuación.



Abril:

- Que la tasa de interés activa del sistema bancario, al ser de largo plazo incluye una prima por inflación, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder reviste especial importancia dado que contribuye a enviar una señal correcta acerca de la restricción en las condiciones monetarias, lo que podría inducir a una reducción en la referida prima.
- Que un aumento en la tasa de interés líder ayudaría a que la tasa de interés de largo plazo se mantenga estable.
- Que la estabilidad del precio internacional del petróleo hacía previsible que se mantuvieran las expectativas en relación a que los precios de las gasolinas permanecieran estables en el corto plazo.
- Que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, el 10 de mayo de 2006, tomaría la decisión respecto al nivel de su tasa de interés objetivo, por lo que se consideró conveniente monitorear la evolución de las tasas de interés en los mercados internacionales.

Junio:

- Que aunque la política monetaria no puede evitar los efectos directos de la inflación importada que se producen por las alzas en los precios de los combustibles, si puede incidir en moderar las expectativas inflacionarias y limitar así los efectos de segunda vuelta que pueden derivarse de dicha inflación importada.
- Que los indicadores de crecimiento económico seguían mostrando un comportamiento robusto de la actividad real en el país, a la vez que la mayoría de las variables indicativas apuntaban a que, con una adecuada conducción de las políticas monetaria y fiscal, el logro de la meta inflacionaria en el mediano plazo resultaba factible.
- Que las proyecciones de inflación, tanto del Banco de Guatemala como del panel de analistas privados, señalaban que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 y de 2007 podría situarse por



encima de la meta establecida por la Junta Monetaria para cada uno de esos años.

- Que un aumento en la tasa de interés líder de la política monetaria enviaría un mensaje de certeza en cuanto al compromiso de cumplimiento de la meta de inflación, lo cual incidiría positivamente en las expectativas de precios de los agentes económicos.

Julio:

- Que los pronósticos de inflación, tanto para 2006 como para 2007, indicaban que éstos aún se ubicaban por encima de la meta establecida para cada uno de esos años, aspecto que en el contexto del esquema de metas explícitas de inflación, aconsejaba restringir la política monetaria.
- Que aunque la política monetaria no puede evitar los efectos directos de la inflación importada que se producen por las alzas en los precios de los combustibles, si puede restringir las condiciones monetarias a efecto de procurar la moderación de las expectativas inflacionarias y limitar así los efectos de segunda vuelta que podrían derivarse de la inflación importada, particularmente ante un escenario en que el precio del petróleo es más volátil.
- Que los indicadores de crecimiento económico seguían mostrando un comportamiento robusto, a la vez que la mayoría de las variables indicativas apuntaban a que, con una adecuada conducción de las políticas monetaria y fiscal, el logro de la meta inflacionaria en el mediano plazo resultaba factible.
- Que como en otras oportunidades, un aumento en la tasa de interés líder de la política monetaria enviaría un mensaje de certeza en cuanto al compromiso de cumplimiento de la meta de inflación, lo cual incidiría positivamente en las expectativas de precios de los agentes económicos.



Cabe destacar que es de fundamental importancia que se continúen realizando los esfuerzos para consolidar la estabilidad macroeconómica, ya que ésta contribuye a crear un ambiente de certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de inversión, consumo y ahorro, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y el desarrollo económico ordenado de la economía nacional.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial en 2006

Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-⁶, se espera que la solidez del crecimiento mostrado por la economía mundial en el primer semestre de 2006 continúe durante el resto del año. Dicho organismo prevé para 2006 un crecimiento de la actividad económica global de 5.1% (4.9% en 2005), sustentado, fundamentalmente, en la fortaleza del crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China. Asimismo, indica que la actividad económica viene mostrando fortaleza en la zona del euro, en Japón, en las economías de mercados emergentes y en los países en desarrollo de bajo ingreso per cápita. Es importante mencionar que el crecimiento económico global ha venido absorbiendo la mayor parte de la capacidad productiva ociosa, lo que aunado al alto incremento en el precio internacional del petróleo y a las crecientes expectativas de inflación, han generado presiones inflacionarias, especialmente en las economías avanzadas. En cuanto a la inflación, el FMI prevé que para 2006 en las referidas economías la misma se sitúe en 2.6% (2.3% en 2005). En este contexto, los principales bancos centrales del mundo empezaron a restringir su política monetaria, con el fin de abatir las presiones inflacionarias mencionadas. Esta restricción monetaria indujo alzas en las tasas de interés, lo que en el futuro podría afectar el crecimiento económico global. Por otra parte, el precio internacional del petróleo continúa elevado debido a la fortaleza de la demanda

⁶ IMF World Economic Outlook. September 2006.



mundial del crudo, así como por los problemas políticos que han venido afectando tanto al Medio Oriente como a Nigeria.

Dentro del análisis regional de la economía mundial para 2006, el FMI proyecta que la economía de los Estados Unidos de América crezca 3.4% (3.2% en 2005). Dicho crecimiento implica que la economía estadounidense podría estar operando en niveles cercanos a los correspondientes a su potencial productivo máximo. Cabe indicar que, a pesar de un enfriamiento de la actividad en el mercado de vivienda y del alto precio de los combustibles, los cuales han aminorado el crecimiento económico desde el segundo trimestre, la inversión residencial y el consumo privado continuaron sustentando el crecimiento de esa economía. Además, la inversión corporativa se ha visto fortalecida por las altas ganancias derivadas del crecimiento económico durante 2006. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúa siendo el principal desequilibrio en esta economía, ya que para 2006 se prevé que dicho déficit sea de 6.6% como porcentaje del producto interno bruto. La inflación para 2006 se prevé que sea de 3.6%, superior a la registrada en 2005 (3.0%), dicho pronóstico se asocia a los altos precios en la energía, aun cuando la autoridad monetaria restringió las condiciones monetarias.

En el área del euro, el FMI estima un crecimiento de 2.4% para 2006 -el mayor en seis años-, sustentado en la fortaleza de las ganancias corporativas, las cuales han propiciado mayores niveles de inversión, un aumento en el empleo y una expansión más equilibrada de la economía. Por su parte, la inflación para 2006 se estima en 2.3%, levemente superior a la meta de 2.0% establecida por el Banco Central Europeo.

La economía de Japón, según el FMI, experimentará un crecimiento de 2.7% en 2006, sustentado en la solidez de la demanda agregada interna, especialmente de la inversión privada. Por otra parte, luego de ser afectada durante varios años por deflación, se espera que la economía japonesa, al terminar el año indicado, experimente una tasa de inflación de 0.3%. En ese contexto, el Banco de Japón ha sido cauteloso en el manejo de la tasa de interés dentro de su gestión monetaria, debido a que el incipiente aumento del nivel general de precios implicaría a que la política de tasa de



interés cero debe revertirse; sin embargo, aumentos muy pronunciados en dicha tasa podrían propiciar el retorno a los períodos de deflación, por lo que en julio, el Banco de Japón elevó la tasa de interés *overnight* en 25 puntos básicos.

Por su parte, las economías emergentes de Asia experimentarán, en su conjunto, un crecimiento de 8.3% en 2006. Dentro de estas economías, se espera que la República Popular China exceda las expectativas con un crecimiento cercano al 10.0%. Por su parte, India también presenta un pronóstico de crecimiento económico robusto de 8.3%. Además, cabe puntualizar que el resto de estas economías también continuarán creciendo en forma significativa. Es importante resaltar que el alto dinamismo económico de estos países se ha sustentado en el aumento de la productividad total de los factores de la producción. Al respecto, cabe puntualizar que, aunque la productividad del capital viene aumentando debido al mayor progreso tecnológico, el principal elemento que viene impulsando la productividad total es el aumento de la productividad laboral. La mayor productividad laboral, a su vez, ha coadyuvado, no sólo a expandir la capacidad productiva de estas economías y, por ende, a reducir la vulnerabilidad de las mismas a choques exógenos, como el aumento del precio internacional del petróleo, sino que además ha contribuido a mantener bajos los costos laborales unitarios, lo que ha permitido contrarrestar las presiones inflacionarias a que han sido expuestas estas economías debido a su alto dinamismo económico. En 2006, para este grupo de países se prevé una inflación de 3.6%.

En lo que respecta a las Economías Emergentes y Países en Desarrollo, el FMI proyecta para 2006 una tasa de crecimiento de 7.3% (7.4% en 2005). En lo referente a la tasa de inflación en 2006, dicho organismo estima que la misma será de 5.2% (5.3% en 2005), la cual se explica por el aumento del precio internacional del petróleo, por la mayor demanda agregada interna y por la insuficiente capacidad productiva, que ha impedido que la oferta responda adecuadamente a la demanda. Sin embargo, las autoridades monetarias de esos países han logrado contener las presiones inflacionarias a través de alzas en sus tasas de interés de política.



En cuanto a los países del Hemisferio Occidental⁷, el crecimiento económico para 2006 se estima en 4.8%. Se proyecta que las economías latinoamericanas experimenten un crecimiento de 4.75%. Aunque los mejores precios de algunos productos de exportación de la región han coadyuvado a impulsar este crecimiento, la fortaleza de la demanda agregada interna es el principal factor que ha incidido en la mayor dinámica económica de la región, especialmente el repunte de la inversión privada. Dentro de las economías de este grupo de países, Argentina experimentará el mayor crecimiento económico en 2006 (8.0%), mientras que Chile, México y Brasil crecerán 5.2%, 4.0% y 3.6%, en su orden. Para Centroamérica, el FMI estima un crecimiento económico de 4.8% en 2006. La inflación para los países del Hemisferio Occidental se prevé que será de 5.6%, la cual es el resultado de la implementación de políticas monetarias que han anclado adecuadamente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Además, la mayoría de estas economías se han fortalecido a través de una mayor flexibilidad cambiaria, un incremento en el nivel de reservas monetarias internacionales y el fortalecimiento de la disciplina fiscal.

En cuanto a los países de Oriente Medio, el incremento en la producción y en los precios del petróleo continuaron apoyando el crecimiento del PIB, respaldado por la notable mejora en las posiciones de cuenta corriente y fiscal, aspecto que es coherente con el crecimiento de 5.8% para 2006. La inflación para este conjunto de países se proyecta que sea de 7.1%.

Para la Comunidad de Estados Independientes⁸, el FMI proyecta una tasa de crecimiento económico de 6.8% en 2006. Este dinamismo es resultado de los precios favorables de algunos de sus principales bienes de exportación. En estos países la demanda agregada interna se ha visto fortalecida por el mayor ingreso de capitales foráneos, tanto privados como oficiales. Además, la inversión privada se ha recuperado notablemente,

⁷ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los países siguientes: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, 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.

⁸ Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, dentro del área de la Comunidad de Estados Independientes -CEI- se incluye a los países siguientes: Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, República Kirguisa, Moldova, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.



especialmente en Rusia. En lo referente a la tasa de inflación, la misma se espera que se sitúe en 9.6%.

En las economías africanas del Sub-Sahara, el FMI pronostica para 2006, un crecimiento económico de 5.2%, respaldado por el sólido desempeño de los países exportadores de petróleo, así como por las mejoras de los términos de intercambio que se han traducido en un aumento del ingreso interno, lo que, a su vez, ha venido fortaleciendo la demanda agregada en estas economías. Para este grupo de países, la inflación en 2006 se estima en 11.7%.

En lo referente al comercio mundial de bienes y servicios se estima que éste crecerá 8.9% en 2006, lo cual es un resultado directo del crecimiento económico global.

En lo que concierne al precio internacional del petróleo, debido a que han continuado los problemas políticos en el Oriente Medio, así como que la demanda del crudo se ha mantenido robusta, se estima que el referido precio continúe alto en el resto de 2006. En efecto, según el FMI las cotizaciones de petróleo en el mercado a futuro, indican que su precio superará los US\$72.00 por barril a finales de 2006.



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

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2005 a/	2006
Economía mundial	4.9	5.1
Economías avanzadas	2.6	3.1
Estados Unidos de América	3.2	3.4
Área del euro	1.3	2.4
Japón	2.6	2.7
Economías emergentes de Asia*	8.5	8.3
República Popular China	10.2	10.0
India	8.5	8.3
Economías emergentes y países en desarrollo	7.4	7.3
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.3	4.8
Argentina	9.2	8.0
Chile	6.3	5.2
México	3.0	4.0
Brasil	2.3	3.6
Centroamérica	4.3	4.8
Oriente Medio	5.7	5.8
Comunidad de Estados Independientes	6.5	6.8
Rusia	6.4	6.5
Europa Central y del Este	5.4	5.3
África	5.4	5.4
Sub-Sahara	5.8	5.2
Volumen de Comercio	7.4	8.9
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	2.3	2.6
Estados Unidos de América	3.4	3.6
Área del euro	2.2	2.3
Japón	-0.6	0.3
Economías emergentes de Asia*	3.4	3.6
República Popular China	1.8	1.5
India	4.0	5.6
Economías emergentes y países en desarrollo	5.3	5.2
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.3	5.6
Argentina	9.6	12.3
Chile	3.1	3.5
México	4.0	3.5
Brasil	6.9	4.5
Centroamérica	8.4	7.4
Oriente Medio	7.7	7.1
Comunidad de Estados Independientes	12.3	9.6
Rusia	12.6	9.7
Europa Central y del Este	4.8	5.3
África	8.5	9.9
Sub-Sahara	10.7	11.7

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

a/ Datos observados.

Fuente: IMF. World Economic Outlook, September 2006.

2. Comportamiento del precio internacional del petróleo

La evolución del precio internacional del petróleo es un factor determinante que incide positiva o negativamente en el riesgo inflacionario para países que, como Guatemala, son importadores netos de petróleo. En 2006, el comportamiento del precio internacional del petróleo continuó siendo el principal factor de riesgo inflacionario.

En efecto, durante el primer semestre del año el precio internacional del petróleo mostró una tendencia creciente, hasta alcanzar el 21 de abril un precio récord de US\$75.17 por barril; entre los principales factores



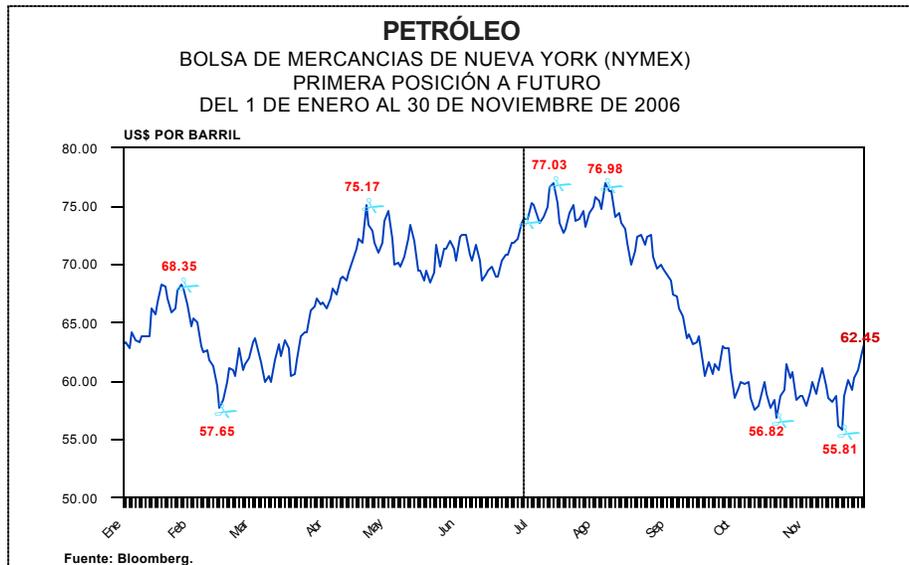
que incidieron en dicho comportamiento se encuentran los siguientes: la crisis internacional derivada del programa nuclear iraní; la inestabilidad política y ataques a instalaciones petroleras en Nigeria; el incremento sostenido en la demanda mundial, principalmente en la República Popular China y en los Estados Unidos de América; la poca capacidad de los productores para incrementar su volumen de oferta; la disminución del volumen de inventarios domésticos en los Estados Unidos de América; y, la rigidez del mercado y expectativas de posibles interrupciones a la producción.

En el segundo semestre de 2006, hasta el 14 de julio continuó observándose una tendencia alcista del petróleo, cuando se registró un nuevo récord en el precio del barril, al situarse en US\$77.03⁹. Las causas principales que motivaron estos incrementos se resumen en los aspectos siguientes: las acciones militares entre Israel y Líbano, planteó la posibilidad de involucrar a algunos países petroleros del Oriente Medio; la continuidad del conflicto geopolítico causado por la negativa de Irán a interrumpir su programa de investigación nuclear; los bajos niveles de inventarios de gasolina en los Estados Unidos de América; la disminución de la producción en Nigeria debido a conflictos políticos internos; la suspensión temporal de envíos de crudo en un oleoducto de Rusia; la suspensión temporal de la producción del mayor yacimiento petrolífero de Norte América (*Prudhoe Bay*, Alaska); el incremento estacional de verano en la demanda interna de los Estados Unidos de América; las intenciones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- de reducir su producción; y, el lanzamiento de misiles de prueba realizado por Corea del Norte en el mar del Japón.

A partir del 14 de julio, cuando se alcanzó el nuevo récord en el precio internacional del barril de petróleo, se registró una tendencia a la baja hasta alcanzar el 17 de noviembre el precio de US\$55.81, siendo éste el más bajo reportado en 2006, lo que significa una reducción de 27.55% (US\$21.22 por barril). Las principales causas del comportamiento a la baja en el precio internacional del petróleo son: la disminución de la demanda de combustibles en los Estados Unidos de América, por la finalización del verano; el incremento del nivel de inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América; la

⁹ De acuerdo con información de Global Petroleum Monthly (Global Insight).

ausencia de acciones militares importantes que pudieran afectar a los países productores; el descubrimiento de importantes reservas de petróleo en el Golfo de México; los signos de una posible desaceleración económica mundial; y, la ausencia de interrupciones en la producción de las refinerías de los Estados Unidos de América y México, derivadas de fenómenos naturales.



En el período enero - noviembre de 2006, el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$66.59, superior al promedio observado en igual período de 2005 (US\$56.29) lo cual representa un incremento de 18.30% (36.56% a noviembre de 2005). Es importante indicar que a noviembre, la menor variación porcentual del precio promedio del barril de petróleo, permitió disminuir las presiones inflacionarias en 2006.

En un escenario base estimado para diciembre 2006 por *Global Insight*, empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado del petróleo, que supone que el precio internacional del barril de petróleo se mantenga en niveles cercanos a US\$59.00 por barril y de acuerdo con las proyecciones econométricas de los departamentos técnicos del Banco



de Guatemala, se esperaría que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 se sitúe en 4.93%¹⁰.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando volatilidad, debido a su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional¹¹ ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, entre la oferta y la demanda, e indica que para que el comportamiento volátil del precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diariamente. Por su parte, *Global Insight*, señala que en 2006 la oferta mundial de crudo se sitúa en 85.29 millones de barriles diarios, en tanto que la demanda se sitúa en 84.48 millones de barriles diarios, lo que da como resultado una brecha de 0.81 millones de barriles diarios, como se presenta en el cuadro siguiente:

PETRÓLEO		
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO		
Millones de barriles diarios		
		2005 2006 /py
OFERTA	MIEMBROS OPEP 1/	34.22 34.38
	NO MIEMBROS OPEP	50.28 50.91
	TOTAL OFERTA	84.50 85.29
DEMANDA	OECD 2/	49.60 49.39
	RESTO DEL MUNDO	33.99 35.09
	TOTAL DEMANDA	83.59 84.48
	BALANCE GLOBAL	0.91 0.81

py/ cifras proyectadas
 1/ Organización de Países Exportadores de Petróleo (11 países productores)
 2/ Organization of Economic Cooperation and Development (30 países industrializados)
 Fuente: Global Insight (Noviembre 2006)

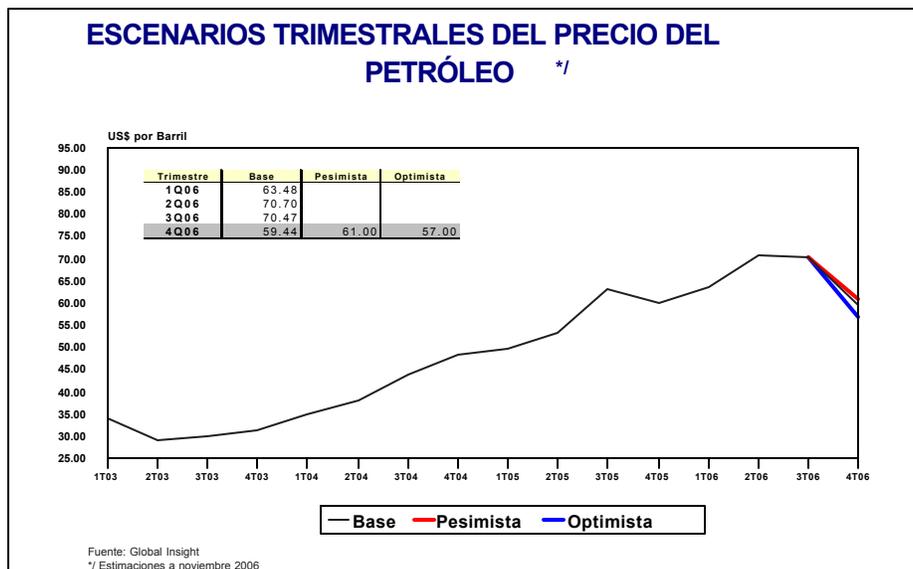
Tomando en cuenta lo anterior, no debería descartarse que la ocurrencia de eventos exógenos podrán cambiar el escenario base mencionado. Por ejemplo, *Global Insight* considera que si no se concretan los recortes de producción programados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-; si se registra una recesión económica en el corto plazo en los Estados Unidos de América y en la República Popular China;

¹⁰ Escenario pasivo, con base en el promedio aritmético de los dos métodos econométricos utilizados, que no incluye medidas correctivas de política monetaria.

¹¹ FMI. Oil Market Developments and Issues. Marzo de 2005.



y, si se soluciona la crisis por el programa nuclear Iraní, el precio del barril de petróleo podría reducirse en promedio para el cuarto trimestre de 2006 a US\$57.00. En contraste, si surgiera un choque de oferta el precio por barril de crudo podría alcanzar US\$61.00 para el último trimestre de 2006. Dicho escenario, se explicaría fundamentalmente por el incremento en la demanda a causa del invierno en el hemisferio norte; por la inestabilidad política interna en Nigeria; por el mayor crecimiento de la demanda por parte de la República Popular China; por el incremento de la tensión política en Oriente Medio; y, por el surgimiento de nuevos acontecimientos geopolíticos que afecten el mercado del petróleo.





ESCENARIOS DEL MERCADO PETROLERO ^{1/}

ESCENARIO BASE

Para el cuarto trimestre de 2006, el escenario base para el mercado internacional del petróleo, se encuentra influido por los altos precios que se registraron en los tres primeros trimestres de dicho año, los cuales se constituyeron en un desestímulo al consumo y al crecimiento económico mundial, factores que recientemente se están reflejando en un incremento de los inventarios de crudo en los países industrializados. Sin embargo, se prevé que ante la permanencia de los factores que provocaron alzas en el transcurso de 2006 (rigidez de la oferta y crecimiento de la demanda) el precio del petróleo podría permanecer en un rango entre US\$ 57.00 y US\$ 61.00 por barril en el cuarto trimestre de 2006.

También se prevé que en el caso de que los precios no se encuentran a un nivel aceptable para los países miembros de la OPEP, cuando se reúnan el 13 de diciembre del presente año, podrían acordar nuevos recortes a la producción, los que sumados a una mayor demanda de las refinerías podrían elevar el precio de la canasta de referencia de la OPEP a niveles cercanos a US\$ 60.00 por barril.

La recuperación al alza en el precio del crudo podría ocurrir a pesar del escepticismo sobre la capacidad de la OPEP de concretar la reducción de la producción acordada recientemente; derivada por una parte, de las expectativas de que la OPEP trataría de defender un precio para su canasta de referencia entre US\$50.00 y US\$55.00 por barril y, por la otra, que una reducción acordada en la producción de crudo sería reforzada por el incremento estacional en el consumo.

ESCENARIO PESIMISTA

El mercado internacional continúa vulnerable a la volatilidad en el precio del crudo, por lo que éste podría registrar alzas significativas en cualquier momento. Se estima que un escenario de precios altos podría presentarse como resultado de por lo menos uno de los siguientes eventos:

- ✓ La reciente caída en el precio internacional de petróleo podría ser revertida a medida que reinicien sus actividades las refinerías que han suspendido sus operaciones por mantenimiento y debido al crecimiento de la demanda a causa del invierno en el hemisferio norte.
- ✓ Un invierno más intenso de lo normal podría consumir los inventarios agregando rigidez al mercado, especialmente si se confirma que los inventarios están constituidos en una importante proporción por crudos pesados difíciles de procesar.
- ✓ Irán podría surgir nuevamente como motivo de preocupación, debido a la posibilidad de sanciones internacionales y porque se ha demostrado que mantener su nivel de producción petrolera es difícil aun en condiciones normales.
- ✓ Se prevé mayor inestabilidad política interna en Nigeria a medida que se aproximan las elecciones presidenciales, situación que podría provocar interrupciones de importancia en la producción de petróleo.
- ✓ La OPEP podría tener mayor éxito del que se espera al tratar de hacer efectivos los recortes de producción que acuerde.

Independiente de los eventos citados, existen otros a considerar:

- ✓ Problemas en el suministro de gasolina o diesel a los Estados Unidos de América;



- ✓ Mayor crecimiento de la demanda por parte de la República Popular China;
- ✓ Ataques terroristas o incremento de la tensión política en Oriente Medio;
- ✓ Falta de respuesta de los países miembros de la OPEP ante incrementos a la producción acordados por ésta;
- ✓ Interrupciones y retrasos en los incrementos a la producción programados por países no miembros de la OPEP; y,
- ✓ Nuevas presiones al alza por parte de los agentes financieros que invierten en el mercado del crudo, especialmente en los contratos a corto plazo.

Para diciembre del presente año se estima que, un escenario de precios altos podría ser precipitado por un *shock* geopolítico, en tal caso el precio promedio del crudo podría superar los US\$70.00 por barril. Por otra parte, si llegaran a ocurrir pérdidas importantes en Nigeria o se realizaran acciones militares en Oriente Medio, se prevé una liberación de inventarios de las reservas estratégicas de la OPEP, para contener el alza de precios.

ESCENARIO OPTIMISTA

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

- ✓ Que la OPEP no logre concretar los recortes de producción programados (situación que sería revisada en la reunión de dicha organización programada para diciembre);
- ✓ Si el invierno no llega a presentar temperaturas excesivamente bajas, podría debilitarse la demanda de combustibles para calefacción y en consecuencia el precio perdería soporte.
- ✓ Debilitamiento de la demanda y expectativas de incrementos en la producción, a este respecto, cabe mencionar que es poco probable que ocurra una recesión económica en el corto plazo en los Estados Unidos de América o en República Popular China, en consecuencia las expectativas de una recesión podrían provocar una reducción transitoria de precios, pero solamente hasta que el crecimiento de la demanda demuestre que tales expectativas carecen de fundamento adecuado.
- ✓ La solución de la crisis causada por el programa nuclear iraní y el restablecimiento de la producción de crudo liviano en Nigeria (situación poco probable ya que dada la inestabilidad política interna en Nigeria es bastante posible que se incrementen las pérdidas de producción); y,
- ✓ Un incremento significativo en la producción de etanol y de diesel ultra-bajo en azufre^{2/}.

En caso de ocurrir alguno de los eventos mencionados o si se produce un incremento mayor al esperado en la producción de países no asociados a la OPEP, podría debilitarse el precio del crudo, en tal caso, se prevé que la OPEP podría programar mayores recortes a su producción (aunque para dicha organización podría resultar difícil alcanzar un acuerdo en ese sentido). En este escenario se estima que el precio del barril de crudo podría situarse en niveles cercanos a US\$57.00 por barril de petróleo tipo WTI^{3/}.

^{1/} Fuente: Global Insight

^{2/} Dicho combustible contiene 50 partes por millón de azufre, lo cual resulta en menores emisiones contaminantes en comparación con el diesel normal (el cual contiene 500 partes por millón de azufre).

^{3/} West Texas Intermediate que se cotiza en la Bolsa Mercantil de Nueva York.



3. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2006

a) Cuenta corriente

Para 2006 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$1,533.4 millones, mayor en US\$146.1 millones (10.5%) al registrado el año anterior, equivalente a 4.4% del PIB. Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$1,833.4 millones, por lo que se registraría un incremento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$300.0 millones.

El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$6,200.2 millones y de los superávit, tanto de la balanza de servicios, por US\$563.7 millones, como de las transferencias corrientes netas, por US\$4,103.1 millones.

El saldo de la balanza comercial, con relación a diciembre de 2005, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$332.4 millones (9.8%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$1,098.8 millones (12.5%).

El valor FOB de las exportaciones sería de US\$3,710.9 millones, mayor en 9.8% al registrado en 2005. En dicho resultado será determinante el valor de las exportaciones de azúcar, el cual se esperaría que alcance US\$284.4 millones, mayor en US\$47.8 millones (20.2%) al registrado en 2005, situación que se explicaría, tanto por el incremento de US\$1.18 (13.9%) en el precio medio de exportación, como por el aumento de 5.5% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal se incrementaría de US\$8.46 en 2005 a US\$9.64 en 2006, mientras que el volumen exportado, en quintales, aumentaría de 27,977.0 miles en 2005 a 29,512.4 miles en 2006. Según la Organización Internacional del Azúcar -OIA-, el comportamiento al alza de los precios en los mercados internacionales, obedece al incremento en la demanda de caña de azúcar para la producción de etanol, factor que ha incidido positivamente en la colocación de la producción guatemalteca en el mercado mundial.

El valor de las exportaciones de café en 2006 se ubicaría en US\$443.1 millones, inferior en US\$20.9 millones (4.5%) al de 2005, lo cual se explicaría, fundamentalmente, por una reducción en el volumen exportado,



ya que el precio medio registraría un nivel similar al de 2005. En efecto, el precio medio de exportación por quintal en 2006 sería de US\$105.78, nivel similar al registrado el año anterior (US\$105.83); mientras que, el volumen exportado en quintales disminuiría, al pasar de 4,384.2 miles en 2005 a 4,189.0 miles en 2006. Según la Organización Internacional del Café -OIC-, la persistencia en los altos precios del grano se explica por el continuo déficit de la oferta mundial del mismo originado por la disminución de la producción mundial de café, especialmente, la de Vietnam. En efecto, el mal clima en dicho país afectó la producción cafetalera debido al exceso de precipitación pluvial en los principales estados productores del grano.

El valor de las exportaciones de banano en 2006 sería de US\$240.3 millones, mayor en US\$4.1 millones (1.7%) al registrado el año anterior, lo cual se explica por el incremento de 93.3 miles de quintales (0.4%) en el volumen exportado, y del aumento en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$10.39 en 2005 a US\$10.53 en 2006.

El valor de las exportaciones de cardamomo en 2006 se proyecta en US\$76.6 millones, superior en US\$6.3 millones (9.0%) al registrado en 2005. Este resultado se explicaría por el aumento tanto en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasaría de US\$102.21 en 2005 a US\$108.53 en 2006; así como en el volumen exportado en quintales, el cual aumentaría de 687.8 miles en 2005 a 705.8 miles en 2006 (2.6%). El comportamiento en el precio internacional del aromático se asocia a la recuperación de la demanda, especialmente, de aquella proveniente de Siria, Pakistán y Singapur, principales países importadores.

El valor de las exportaciones de petróleo sería de US\$254.6 millones, superior en US\$29.5 millones (13.1%) al registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el aumento en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$36.26 en 2005 a US\$45.26 en 2006, ya que el volumen exportado para 2006 disminuiría en 582.0 miles de barriles (9.4%) como resultado de menores rendimientos en los pozos petroleros. En lo que corresponde al incremento en el precio internacional del petróleo, éste ha estado influenciado por la inestabilidad geopolítica, principalmente en el Oriente Medio.



El valor de las exportaciones de otros productos sería de US\$2,411.9 millones, superior en US\$265.6 millones (12.4%) al registrado en 2005. Este resultado obedecería al aumento previsto de las exportaciones, tanto a Centroamérica como al resto del mundo de 14.9% y 7.6%, respectivamente. Lo anterior se atribuye a la mayor demanda, asociada a la recuperación de la actividad económica mundial.

El valor CIF de las importaciones en 2006 sería de US\$9,911.1 millones, mayor en US\$1,098.8 millones (12.5%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de maquinaria, equipo y herramienta (19.1%); combustibles y lubricantes (18.9%); materiales de construcción (13.5%); bienes de consumo (9.9%); y, materias primas y productos intermedios (6.7%). Cabe destacar que el considerable incremento en las importaciones de combustibles y lubricantes; se explica, como se indicó, por el alza en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

Por otro lado, la balanza de servicios en 2006 registraría un saldo superavitario de US\$563.7 millones, superior en US\$74.7 millones (15.3%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$934.9 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$371.2 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería al mayor ingreso de divisas por concepto de turismo y viajes. Por su parte, el déficit de los servicios factoriales se explicaría, principalmente, por el incremento en el servicio de la deuda externa del sector público no financiero.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$4,103.1 millones; derivado, particularmente, del continuo crecimiento del ingreso neto de remesas familiares, el cual alcanzaría un monto de alrededor de US\$3,581.0 millones, superior en 21% al registrado en 2005.



b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría a diciembre de 2006 un saldo superavitario de US\$1,833.4 millones, mayor en US\$191.7 millones (11.7%) al registrado el año anterior.

El saldo de la cuenta de capital y financiera sería el resultado de los saldos superavitarios de las transferencias de capital; de la cuenta de capital oficial y bancario; y, de la cuenta de capital privado. En efecto, las transferencias de capital registrarían en 2006 un saldo superavitario de US\$272.2 millones, mayor en US\$146.9 millones (117.2%) al registrado el año anterior. Dicho incremento se debe, principalmente, al arreglo negociado que permitió la cancelación de la deuda que la Corporación Financiera Nacional -CORFINA- tenía con el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria -BBVA- y con la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. Compañía de Seguros y Reaseguros -CESCE- por el crédito concedido en 1980 para el financiamiento de la compra de una planta de fabricación de pasta de papel y celulosa y un aserradero por parte de Celulosas de Guatemala, S.A. -CELGUSA-.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo superavitario de US\$197.6 millones en 2006, contrario al déficit de US\$83.9 millones registrado en 2005. Dicho resultado se explicaría, fundamentalmente, por el lado de los ingresos, por los desembolsos de préstamos al sector público no financiero por US\$593.5 millones; y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del sector público no financiero por US\$365.5 millones, por el pago de la deuda externa del Banco de Guatemala por US\$0.3 millones y por la amortización neta de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala con no residentes por US\$30.1 millones.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superavitario de US\$1,363.6 millones, menor en US\$236.7 millones (14.8%) al registrado en 2005. Dicho superávit se explicaría por el ingreso en concepto de inversión extranjera directa por US\$325.0 millones, asociado principalmente al mejoramiento del clima de negocios por la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América; por el ingreso neto de capital de mediano y largo plazos por US\$651.2



millones; y, por el ingreso neto de capital de corto plazo por US\$387.4 millones, asociados a la dinámica de la demanda de financiamiento externo del sector privado.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, se estima para 2006, un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de US\$300.0 millones.

BALANZA DE PAGOS

AÑOS 2005 - 2006

-En millones de US dólares-

CONCEPTO	2005 ^{p/}	2006 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C) ^{1/}	-1,387.3	-1,533.4	-146.1	10.5
A. BALANZA COMERCIAL	-5,433.8	-6,200.2	-766.4	14.1
1.Exportaciones FOB	3,378.5	3,710.9	332.4	9.8
Principales Productos	1,232.2	1,299.0	66.8	5.4
Otros Productos	2,146.3	2,411.9	265.6	12.4
2.Importaciones CIF	8,812.3	9,911.1	1,098.8	12.5
B. SERVICIOS	489.0	563.7	74.7	15.3
1. Factoriales, Neto	-375.8	-371.2	4.6	-1.2
2. No Factoriales, Neto ^{2/}	864.8	934.9	70.1	8.1
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	3,557.5	4,103.1	545.6	15.3
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,641.7	1,833.4	191.7	11.7
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	125.3	272.2	146.9	117.2
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	-83.9	197.6	281.5	-335.5
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{3/}	1,600.3	1,363.6	-236.7	-14.8
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	254.4	300.0		
Reservas Monetarias Internacionales Netas (- aumento)	-254.4	-300.0		

^{1/} Saldo Cuenta Corriente / PIB = -4.4% en 2005 y -4.4% para 2006

^{2/} Incluye maquila por US\$335.0 millones en 2005 y US\$322.1 millones para 2006

^{3/} Incluye errores y omisiones

^{p/} Cifras preliminares

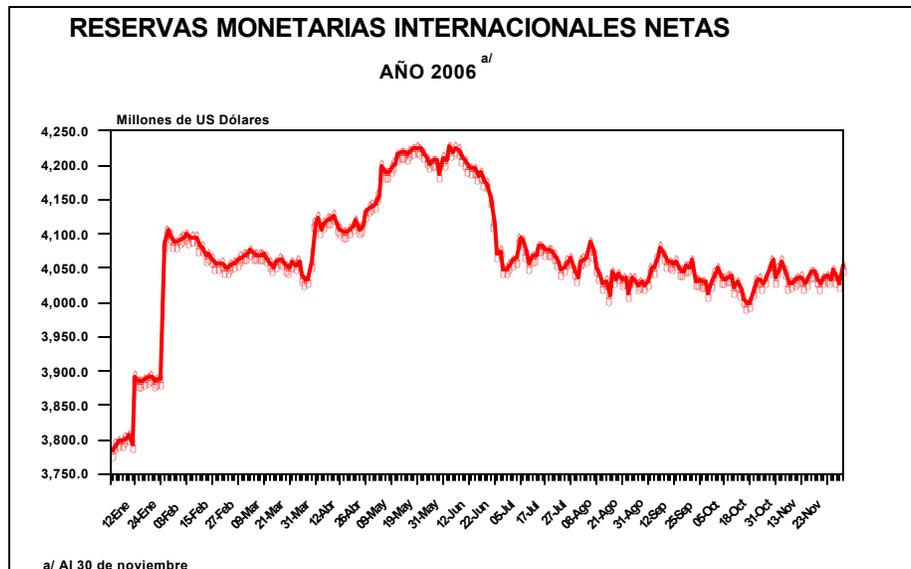
^{e/} Cifras estimadas



4. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de noviembre de 2006, las reservas monetarias internacionales netas se ubicaron en US\$4,053.0 millones, lo que significa un aumento de US\$270.6 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$617.2 millones, egresos de divisas por US\$686.9 millones y otros ingresos netos por US\$340.3 millones. Los ingresos se originaron principalmente por desembolsos de deuda pública externa recibidos por el sector público no financiero por US\$486.7 millones y por compra de divisas por parte del Banco de Guatemala por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINED† por US\$130.5 millones, realizadas con el propósito de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal. Dentro de los desembolsos de deuda pública recibidos destacan el del préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$199.0 millones otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; el del Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia por US\$99.8 millones, concedido por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-; y, el del préstamo para el Programa de Mejoramiento de la Calidad Social por US\$60.0 millones, otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se efectuaron, por un lado, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$378.3 millones y, por el otro, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa por US\$308.6 millones, de los cuales US\$306.3 millones correspondieron al sector público no financiero. En lo que corresponde a otros ingresos netos, éste rubro se integra por los intereses percibidos sobre inversiones de las RIN (US\$145.1 millones); por el ingreso de regalías por explotación de petróleo (US\$91.0 millones); por el aumento en el saldo de las cuentas de encaje bancario en moneda extranjera (US\$14.6 millones); y, por otros conceptos (US\$89.6 millones)¹².

¹² Incluye principalmente: variación del precio internacional del oro; cheques, giros y órdenes de pago; remesas consulares; y, liquidación de cartas de crédito.



Se considera que el citado nivel de reservas monetarias internacionales netas es adecuado, ya que el mismo cubriría 4.4 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno central expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales netas debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.5 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 30 de noviembre de 2006, el nivel de reservas monetarias internacionales netas era equivalente a 7.6 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (8.6 veces a noviembre de 2005).

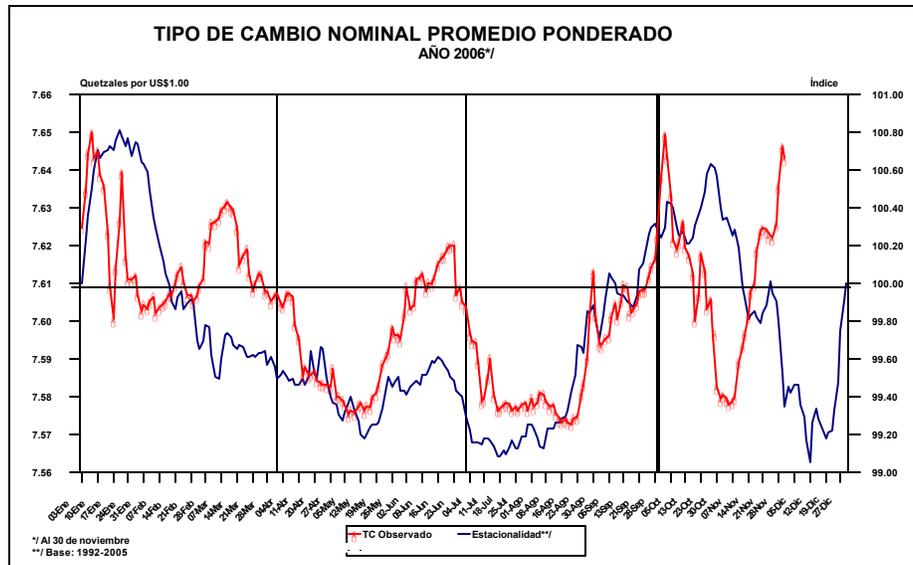
Por su parte, si se relaciona el nivel de las reservas monetarias internacionales netas respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y el servicio de la deuda pública externa a un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de las citadas reservas se podría cubrir hasta 2.3 veces las referidas obligaciones (2.2 veces en 2005).



5. Tipo de cambio nominal

En lo que respecta al tipo de cambio nominal promedio ponderado, la evolución del mismo durante la mayor parte del año fue congruente con su comportamiento estacional, ubicándose el 30 de noviembre de 2006 en Q7.64 por US\$1.00, lo cual implica una depreciación de 0.4% con respecto al nivel registrado el 31 de diciembre de 2005 (Q7.61 por US\$1.00). Sin embargo, se observaron varios episodios de volatilidad por lo que conforme a los lineamientos de la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, en el sentido de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, el Banco de Guatemala realizó compras de divisas, las que al 30 de noviembre de 2006 ascendieron a US\$130.5 millones, mediante la regla de participación establecida para el efecto.

En ese contexto, el tipo de cambio nominal mostró cierta volatilidad entre el 12 y el 17 de enero, por lo que para moderar dicho comportamiento, el 16 de enero de 2006 el Banco de Guatemala compró divisas en el mercado cambiario por un monto de US\$6.5 millones. En tanto que entre el 18 de abril y el 15 de mayo el tipo de cambio nominal volvió a mostrar volatilidad, razón por la cual se hizo necesaria la participación del Banco de Guatemala en el mercado de divisas comprando durante abril y mayo, por montos de US\$42.0 millones y US\$58.0 millones, respectivamente. Sin embargo, durante los períodos del 7 al 18 de julio y del 11 al 23 de agosto, se observó nuevamente volatilidad del tipo de cambio nominal, lo que ocasionó, que el Banco de Guatemala participara en el mercado cambiario comprando divisas por US\$14.0 millones y US\$10.0 millones, en julio y agosto, respectivamente.



a) Participación en el mercado cambiario

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 y la participación del Banco de Guatemala se orienta a moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia.

En ese contexto, el Banco Central, durante 2006 ha participado en el mercado cambiario de conformidad con la regla de participación aprobada por el Comité de Ejecución, la cual establece disposiciones únicamente para la compra de divisas, en los términos siguientes:

i) Primer umbral

Cuando el tipo de cambio de referencia es mayor a Q7.70 por US\$1.00, el Banco de Guatemala mantiene una postura de compra en el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- de US\$10.0 millones, cuyo precio es igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.5%. En caso de que se agote la postura inicial, se coloca una nueva postura de US\$10.0 millones a un precio de Q0.0025 por debajo del precio de la primera postura y así sucesivamente hasta satisfacer los requerimientos del mercado.



ii) Segundo umbral

Cuando el tipo de cambio de referencia es igual o menor a Q7.70 por US\$1.00 y mayor al precio de la última compra que efectúe el Banco de Guatemala, éste mantiene en el SINEDI una postura de compra de US\$10.0 millones, a un precio igual al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.5%; si se agota la postura inicial antes de que finalicen las operaciones del día, se coloca una nueva postura de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la postura anterior y así sucesivamente hasta satisfacer los requerimientos del mercado.

Al día siguiente, el precio de la postura inicial es igual al tipo de cambio promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.5%, o al de la última postura del día anterior, el que sea menor, siempre que dicho precio no sea menor al precio de la última compra efectuada por el Banco de Guatemala.

iii) Tercer umbral

Se acciona cuando el tipo de cambio de referencia es igual o menor al precio de la última compra que efectúe el Banco de Guatemala, en cuyo caso el Banco Central ingresa en el SINEDI una postura de compra de US\$10.0 millones al precio de la última compra que efectúe el Banco de Guatemala; al agotarse dicha postura se colocará una nueva por un monto de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del de la primera postura y así sucesivamente, hasta satisfacer los requerimientos del mercado.

Al día siguiente, la participación del Banco de Guatemala se inicia de la manera siguiente: a) si no se hubiera agotado la última postura del día anterior, la postura inicial es por el saldo de la misma y al mismo precio; b) en caso se hubiera agotado, la postura inicial es de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la última postura del día anterior.

El Banco de Guatemala mantiene una postura de compra de US\$10.0 millones al precio de la última compra que efectúe el Banco Central hasta que el promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de



cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.5% sea igual a dicho precio; a partir de lo cual el Banco de Guatemala mantiene una postura de compra de US\$10.0 millones a un precio igual al valor que resulte de dicho cálculo.

b) Complemento de la regla cambiaria cuando se observa alta volatilidad en el tipo de cambio nominal

Con base en información que se obtiene por la vía más apropiada, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario cuando el tipo de cambio experimenta excesiva volatilidad y su cotización en el mercado excede los valores del promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia menos un margen de fluctuación de 0.5%, colocando una postura inicial de compra de divisas en el SINEDI de US\$10.0 millones al precio que resulte menor entre el tipo de cambio de referencia vigente para ese día; el promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.5%; y, el promedio de los tipos de cambio de cierre del día anterior, reportado por las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas, en operaciones mayores a US\$50.0 miles, siempre que dicho precio no sea menor del precio de la última compra que efectúe el Banco de Guatemala en el SINEDI; en caso de que se agote la postura inicial, se coloca una nueva postura de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la primera postura y así sucesivamente hasta satisfacer los requerimientos del mercado. Al contar con la información del promedio de los tipos de cambio de apertura para ese día de las operaciones mayores a US\$50.0 miles, reportada por las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas, el Banco Central verifica si dicho promedio es menor al precio de la postura actual, en cuyo caso dicho promedio es el nuevo precio de la postura de compra, siempre que dicho precio no sea menor del precio de la última compra que efectúe el Banco de Guatemala en el SINEDI.



Es importante mencionar que en 2006 la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario se ha materializado en la compra de US\$130.5 millones (US\$466.6 millones en 2005).

En ese sentido, si bien la regla descrita ha permitido la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario orientada a moderar la volatilidad del tipo de cambio, principalmente en los meses de abril y mayo, se estima que la misma es susceptible de ser mejorada, a efecto de superar los aspectos siguientes: a) está orientada a que el Banco Central participe en el mercado cambiario únicamente cuando el tipo de cambio muestra un comportamiento hacia la apreciación; b) no establece límites en cuanto a montos y número de participaciones; y, c) el Banco Central mantiene presencia permanente en el mercado cambiario, aun en períodos de estabilidad del tipo de cambio nominal. Por último, vale la pena puntualizar que dichos planteamientos son congruentes con las recomendaciones que realizara una misión del FMI en su más reciente visita a Guatemala.

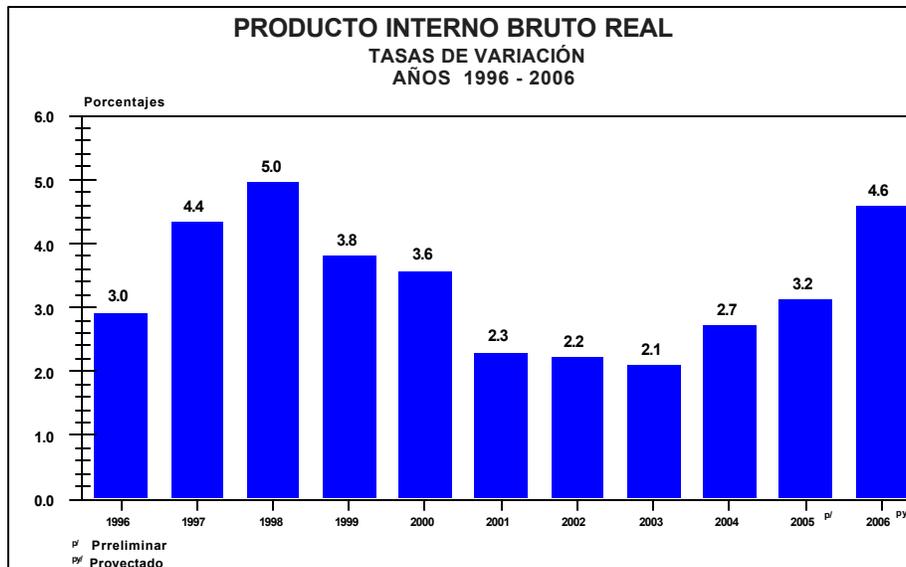
B. SECTOR REAL

1. Aspectos generales

La actividad económica nacional había venido manifestando desde 1999, una desaceleración, la cual se revirtió en 2004, al mostrar una tendencia ascendente que continuó en 2005 y se prevé se consolide en 2006, año para el que se estima que el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, crezca 4.6% (3.2% en 2005). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento, por primera vez en los últimos siete años¹³, es superior a la tasa promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%); asimismo, es mayor, por tercer año consecutivo, a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)¹⁴.

¹³ En anexo 2 se presenta una exposición teórica y empírica sobre los determinantes del crecimiento económico.

¹⁴ Proyección realizada por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, con base en los Censos Nacionales XI de Población y VI de Habitación 2002.



En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica nacional se apoya, por una parte, en el crecimiento económico esperado en los Estados Unidos de América y en el resto de los principales países socios comerciales de Guatemala¹⁵ y, por la otra, en la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana -TLC- (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

El FMI¹⁶ estima que el TLC podría representar para los países de Centroamérica, un crecimiento económico de 0.7 puntos porcentuales anuales adicionales a lo que crecerían en un escenario sin TLC, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales. Por su parte, el Banco Mundial -BM-¹⁷ estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de Centroamérica, de entre 0.6 y 0.8 puntos porcentuales adicionales a los que se registrarían en un escenario sin TLC.

En relación al impacto que el tratado podría tener sobre la tasa de crecimiento real del país, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala,

¹⁵ Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, los Estados Unidos de América crecerá 3.4% (3.2% en 2005). Respecto de los países centroamericanos, el referido organismo estima que sus economías crecerán así: Costa Rica 6.5% (5.9% en 2005); Honduras 4.5% (4.2% en 2005); Nicaragua 3.7% (4.0% en 2005); y, El Salvador 3.5% (2.8% en 2005).

¹⁶ FMI. América Central: Integración mundial y cooperación regional, Washington, DC, 2005.

¹⁷ BM. El CAFTA-RD: Desafíos y Oportunidades para América Central, página 186, 2005.



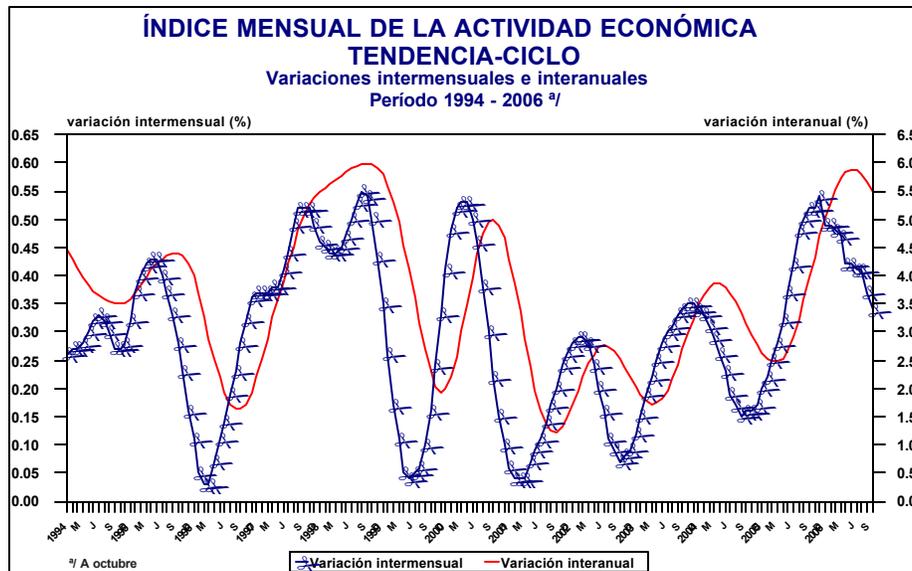
con base en un análisis econométrico, estiman que al haberse puesto en vigor este tratado el 1 de julio de 2006, dicho impacto podría ubicarse entre 0.24 y 0.42 puntos porcentuales adicionales para este año (Ver Anexo 3).

Cabe agregar que si bien el precio internacional del petróleo por tercer año se constituyó en un factor adverso a la actividad productiva nacional, el impulso que continúa mostrando la economía mundial, sustentado, fundamentalmente, en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, da soporte al crecimiento esperado de la economía guatemalteca.

En 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, fundamentada en una mayor demanda agregada, en un mejor clima de negocios; y, en el impulso proveniente de la realización de las labores de reconstrucción en las áreas que fueron afectadas por la tormenta tropical *Stan*, así como de mayores niveles de inversión pública y privada, asociado a dicho esfuerzo y a otras obras de infraestructura¹⁸.

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, con cifras a octubre de 2006 (última información disponible), después de mostrar un comportamiento creciente de mayo de 2005 (2.53%) a junio de 2006 (5.88%), lo cual es congruente con el resultado esperado en la actividad económica para el presente año, en julio empezó a desacelerarse, alcanzando en octubre una variación interanual de 5.47%; no obstante, la misma es superior a la observada en el mismo mes de 2005 (3.96%).

¹⁸ El Congreso de la República, mediante decretos números 88-2005 y 89-2005 aprobó la ejecución de los proyectos viales de la "Franja Transversal del Norte" y del "Anillo Periférico Metropolitano". Adicionalmente, el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda inició los trabajos para la remodelación del Aeropuerto Internacional La Aurora y la Municipalidad de la Ciudad de Guatemala está realizando los trabajos de infraestructura vial para la puesta en marcha del TRANSMETRO.



De acuerdo con el comportamiento esperado de la actividad económica para 2006, según los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial¹⁹ llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2006, en promedio el 89.5% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para el presente año, porcentaje superior al promedio de las dos encuestas realizadas en 2005 (85.3%).

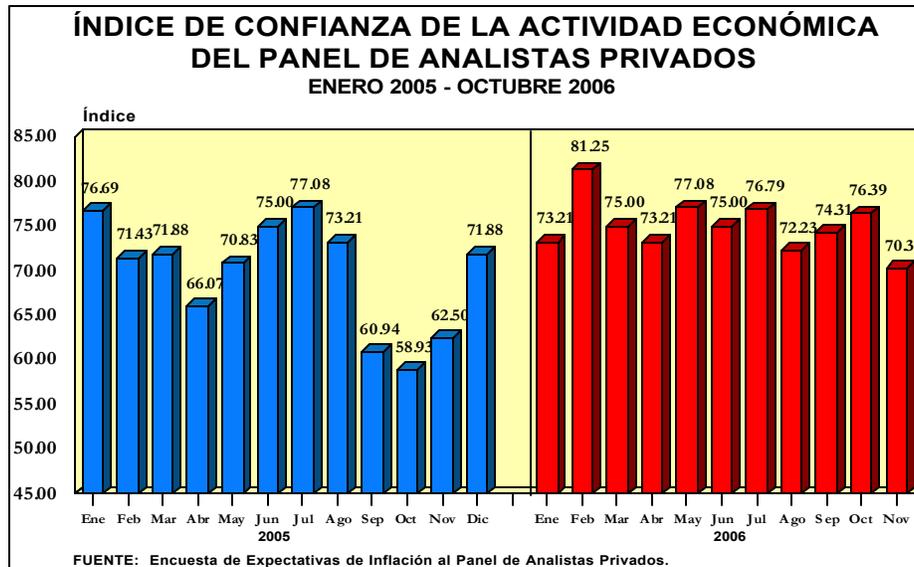
Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados -EEI²⁰, las expectativas del desempeño de la actividad económica continuarán mejorando durante el presente año, puesto que el nivel de confianza se mantuvo por encima del registrado a finales del año anterior. En efecto, después de haber alcanzado un nivel de 71.88 en diciembre de 2005, el referido índice pasó a 70.31 en noviembre, alcanzando su valor máximo en febrero (81.25). Cabe mencionar que el promedio del índice de enero a

¹⁹ Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 434 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

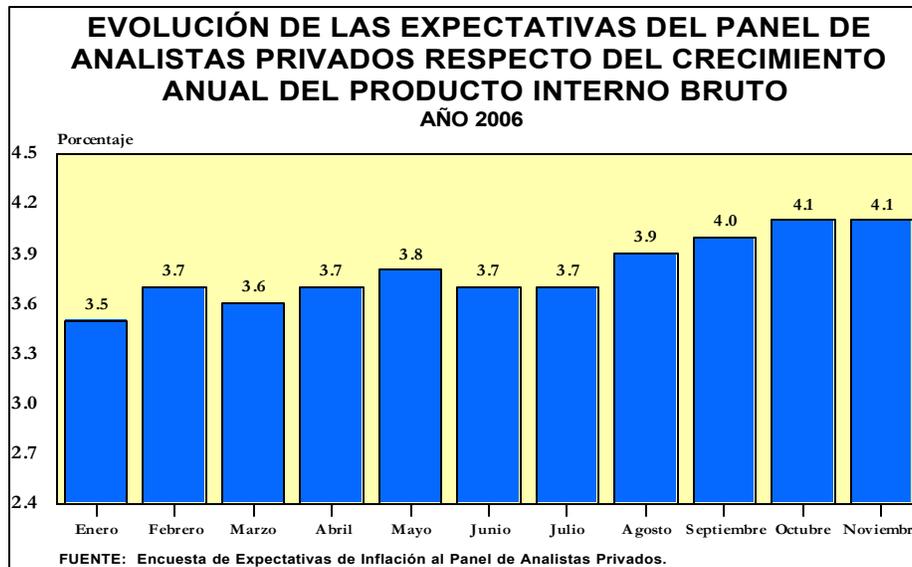
²⁰ El Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados tiene el propósito de medir la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales, son recogidas por medio de la EEI, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su sitio Web.



noviembre de 2006 fue de 74.98, superior en 6.3% al promedio registrado en el mismo período del año anterior (70.51).



Otro indicador que se obtiene de la Encuesta de Expectativas de Inflación es el relativo a la estimación de crecimiento del PIB. Al respecto, en la encuesta de noviembre, los analistas mencionados previeron, que la actividad económica nacional para 2006 aumentará en 4.1%, expectativa de crecimiento superior a la diciembre de 2005 (3.1%).



2. Producto interno bruto por el origen de la producción

Por el lado del origen de la producción, para 2006 se prevé un comportamiento positivo para todos los sectores productivos, estimándose que la mayoría registren tasas de crecimiento más dinámicas que las observadas el año anterior, con excepción de los sectores agricultura, silvicultura, caza y pesca y propiedad de vivienda, cuyas tasas de crecimiento serán menos dinámicas.

En cuanto a la producción del *sector agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.2% en el PIB), según apreciaciones proporcionadas por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas, se estima que ésta experimente un menor dinamismo con relación al año anterior, al mostrar una tasa de crecimiento de 1.8%, menor a la de 2.2% registrada en 2005. Dicho comportamiento se explica por tasas de crecimiento positivas en los componentes de la producción del subsector agrícola (0.4%), principalmente, en el caso de los productos de exportación, cuyo crecimiento (0.9%) se estima será menos dinámico que el del año anterior (2.7%); asimismo, se espera una caída de 6.7% en los productos de consumo industrial debido, principalmente, a la disminución en la producción de caña de azúcar. En el caso de los productos de exportación, se prevé una desaceleración de 0.9% en la producción de banano, lo que será



contrarrestado por el incremento en la producción de café oro y de cardamomo. Respecto de los productos de consumo interno, se espera que éstos tengan un comportamiento más dinámico que el registrado el año previo, principalmente el maíz, cuya producción se recuperará después de haber sido afectada por las secuelas de la tormenta tropical *Stan*.

En el caso del café, con base en información proporcionada por la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se prevé una producción de 4,900.0 miles de quintales, superior a la registrada en 2005 (4,800.0 miles de quintales), comportamiento que se explica por las expectativas de mejores precios en el mercado internacional del grano, lo que se tradujo en que los productores llevaran a cabo mayores labores culturales y, por ende, propiciará un incremento en el rendimiento por manzana cultivada.

La producción de cardamomo, por su parte, se espera que para 2006 crezca 2.5% (0.3% en 2005). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el mayor dinamismo se explica por la mejora que se pronostica en las exportaciones del aromático. En efecto, se prevé que el volumen de exportaciones crezca 2.6% en 2006, ante una mejora esperada en el precio medio de exportación, que de un precio US\$102.21 por quintal en 2005, se estima se situará en US\$108.53 por quintal en 2006.

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima una variación negativa de 3.6% para 2006 (11.4% en 2005). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A., -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A., -COBIGUA-, la contracción esperada se explica porque Guatemala dejó de exportar al mercado europeo, derivado que la Unión Europea abandonó la modalidad de cuotas, estableciendo un nuevo arancel a las importaciones de banano a partir de enero de 2006 (176 Euros por tonelada métrica).

Con respecto a la producción de caña de azúcar, se prevé una caída de 7.9%, comportamiento que contrasta con el crecimiento de 0.2% observado en 2005. En efecto, de acuerdo con información de la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA- y del Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña de Azúcar -CENGICAÑA-, durante la zafra 2005/2006 se espera una producción de 360.9 millones de quintales de



caña de azúcar, cifra inferior en 31.1 millones de quintales a la registrada en la zafra 2004/2005 (392.0 millones de quintales). Cabe indicar que en 2006 el área cultivada disminuyó a raíz de factores climatológicos que incidieron en el rendimiento por manzana cosechada.

En el caso de los productos de consumo interno, se espera un crecimiento más dinámico que el registrado en 2005, al pasar de 4.0% en ese año a 6.1% en 2006, como resultado, principalmente, de un incremento de 10.0% en la producción de maíz y de 5.0% en la producción de frijol (-4.1% y 3.0% en 2005, respectivamente). En efecto, de acuerdo con información de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, se estima que la producción de maíz será de 24.7 millones de quintales (22.5 millones de quintales en 2005), como resultado de la normalización de la producción en las áreas afectadas por la tormenta tropical *Stan*. En el caso del frijol también se prevé una mayor producción en miles de quintales, al pasar de 2,058.9 miles en 2005 a 2,161.8 miles en 2006. En cuanto a otros productos de consumo como las frutas y hortalizas, se estima que éstas registrarán una desaceleración en su producción, al alcanzar tasas de crecimiento de 5.8% y 5.7%, respectivamente (en 2005 crecieron 6.3% y 8.1%, en su orden).

En el caso del sector *industria manufacturera* (con una participación de 12.5% en el PIB), para 2006 se estima un crecimiento de 3.6%, superior al observado en 2005 (2.7%), siendo éste el más alto registrado en los últimos ocho años. Tal comportamiento se asocia, entre otros factores, al crecimiento de la demanda de los productos industriales guatemaltecos en los mercados del resto del mundo (4.3%) y, principalmente, en los mercados del área centroamericana (12.2%), derivado de un desempeño positivo de sus economías. En efecto, el valor de las exportaciones de productos alimenticios, frutas y sus preparados y azúcar hacia el resto del mundo, en términos de dólares de Estados Unidos de América, registró a septiembre del presente año un crecimiento de 16.6% (12.5% en 2005), 21.5% (30.3% en 2005) y 54.6% (4.9% en 2005), respectivamente. En cuanto a las ventas a Centroamérica, destacan las tasas de crecimiento de las exportaciones de productos alimenticios, con 18.4% (11.7% en 2005); materiales de construcción, con 17.4% (12.5% en 2005); y, artículos de plástico, con 14.8% (21.4% en 2005).



Cabe agregar que, a septiembre de 2006, las importaciones de materias primas y productos intermedios (sin incluir las importaciones realizadas al amparo del decreto 29-89 del Congreso de la República “Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila”), con destino a la *industria manufacturera*, registraron en términos de dólares de los Estados Unidos de América, un incremento de 9.8% (8.5% a septiembre 2005), en tanto que las importaciones de bienes de capital para la industria crecieron 24.6% (13.2% a septiembre de 2005).

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 24.3% en el PIB), se estima que para 2006 registre una tasa de crecimiento de 3.1% (2.4% en 2005), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo que se prevé en el ritmo de crecimiento del sector *industria manufacturera*, así como en las importaciones de bienes.

El sector *minas y canteras* se prevé que registre un crecimiento de 9.5% (2.1% de caída en 2005). Este comportamiento, de acuerdo con información del Ministerio de Energía y Minas, está determinado, fundamentalmente, por una mayor demanda de cal, piedrín y arena para la construcción pública y privada. En contraste, se prevé una caída de 12.8% en la producción de petróleo (8.3% de caída en 2005), debido a que aún se ha normalizado la explotación en los pozos que dejaron de producir, a raíz de la finalización del contrato número 1-85²¹, el cual fue nuevamente adjudicado en contrato número 1-2006²² y debido al proceso de reacondicionamiento de tres pozos, iniciado en 2005, del contrato número 2-85²³.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 2.4% (1.7% en 2005). De acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, a septiembre de 2006 se registró una generación bruta total de energía eléctrica de 5,497.5 miles de MWH, volumen que implica un aumento de 0.4% respecto al del mismo período del año anterior (2.7% en 2005). En dicho comportamiento ha influido la generación bruta hidráulica, que a septiembre de 2006 registró un crecimiento

²¹ Venció en agosto de 2005.

²² En el cual se nombra como administrador a la empresa Perod Energy Company -PERENCO- y como operador al Ministerio de energía y Minas.

²³ Este contrato fue adjudicado a la empresa PERENCO y vence en 2010.



de 15.3% (12.4% a septiembre de 2005), mientras que la generación bruta térmica, al mes indicado, presentó una caída de 8.7% (-2.5% en 2005) asociada a la evolución en el precio del petróleo. Cabe agregar que, en el menor dinamismo en la generación de energía eléctrica ha incidido, en alguna medida, la baja de las ventas a El Salvador, las que a septiembre habían registrado una disminución de 85.2%, al pasar de 316.6 miles de MWH en 2005 a 46.8 miles de MWH en 2006.

El sector *construcción*, con una participación de 1.9% del PIB, se espera que registre en 2006 un crecimiento de 29.6% (16.0% en 2005), como resultado de un incremento de 47.1% en la construcción privada (27.0% en 2005) y de 7.6% (4.6% en 2005) en la construcción pública. En la construcción pública el resultado se asocia al hecho de que la ejecución presupuestaria para el presente año se dirigiría, por una parte, a labores de reconstrucción de la infraestructura afectada por la tormenta tropical *Stan* y, por la otra, a actividades de mantenimiento, rehabilitación de tramos carreteros; ampliación del Aeropuerto Internacional La Aurora; y, al inicio de los proyectos viales de la Franja Transversal del Norte, del Anillo Periférico Metropolitano y del Transmetro (este último por parte de la Municipalidad de Guatemala). En el caso de la construcción privada, el comportamiento positivo estaría asociado al aumento esperado en el volumen de la superficie de construcción autorizada por las municipalidades de los principales municipios encuestados en el país²⁴, así como a la culminación de las construcciones autorizadas e iniciadas en 2005.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con una participación de 13.0% en el PIB), se espera que registre un crecimiento de 12.9% en 2006 (9.3% en 2005), comportamiento explicado, por una parte, por el mayor dinamismo esperado en el subsector comunicaciones, que representa el 46.6% del sector, el cual se estima registre una tasa de crecimiento de 17.6%, mayor en 5.6 puntos porcentuales a la de 2005, derivado del auge que ha mantenido la activación de nuevas líneas telefónicas en todo el país; y, por la otra, por el crecimiento de 9.1% en el subsector transporte (7.3% en 2005),

²⁴ Incluye los municipios del área metropolitana: Guatemala, Mixco, Villa Nueva, Santa Catarina Pinula, San José Pinula, Villa Canales y San Miguel Petapa y a 36 municipios del interior de la República.



asociado al incremento registrado en el transporte urbano y en el extraurbano de carga.

En cuanto al sector *banca, seguros y bienes inmuebles*, se prevé que en 2006 se registre una tasa de crecimiento de 5.6% (3.1% en 2005), asociada al comportamiento de la actividad de intermediación financiera.

Para los sectores de *propiedad de vivienda y de servicios privados*, se esperan tasas de crecimiento de 20% y 3.8%, respectivamente (2.5% y 3.6%, en el mismo orden, en 2005). En el caso del sector *administración pública y defensa*, se estima un repunte de 3.6% (1.8% de caída en 2005).

**ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS 2005 - 2006
(millones de quetzales de 1958)**

CONCEPTO	2005 p/	2006 py/	Tasas de variación	
			2005	2006
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,747.0	6,009.8	3.2	4.6
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,308.0	1,331.3	2.2	1.8
Explotación de minas y canteras	27.5	30.2	-2.1	9.5
Industria manufacturera	722.8	748.9	2.7	3.6
Construcción	86.0	111.4	16.0	29.6
Electricidad y agua	251.3	257.3	1.7	2.4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	693.0	782.1	9.3	12.9
Comercio al por mayor y al por menor	1,418.3	1,461.5	2.4	3.1
Banca, seguros y bienes inmuebles	283.7	299.6	3.1	5.6
Propiedad de vivienda	266.3	271.8	2.5	2.0
Administración pública y defensa	344.4	356.9	-1.8	3.6
Servicios privados	345.7	358.8	3.6	3.8

p/ Cifras preliminares

py/ Cifras proyectadas



3. Producto interno bruto por el lado del gasto

Para 2006 se estima que las variables que integran el PIB por el lado del gasto, en términos reales, registren tasas de crecimiento positivas y más dinámicas que las observadas en 2005, con excepción de la inversión del gobierno central.

La demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 4.4%, mayor al de 3.4% observado en 2005.

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 4.6%, mayor en 0.3 puntos porcentuales al observado el año anterior, asociado a la estabilidad macroeconómica y al aumento previsto en las remesas familiares procedentes del extranjero.

El gasto en consumo del gobierno, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se prevé que en 2006 tenga un crecimiento de 7.9% (-1.4% en 2005), asociado a una mayor ejecución presupuestaria en gasto de funcionamiento por parte del gobierno central.

En materia de inversión, la formación geográfica bruta de capital fijo se estima que registre un incremento de 18.0% (12.5% en 2005), como resultado de un aumento de 19.7% en la inversión privada (11.7% en 2005) y de una desaceleración de 9.5% en la inversión pública (16.4% de crecimiento en 2005). El crecimiento de la inversión privada, en términos reales, se debe, principalmente, al incremento de 47.3% esperado en la construcción privada (26.9% en 2005) y de 17.1% en los bienes de capital importados (10.9% en 2005). En cuanto al comportamiento de la inversión pública, éste se explica por la reducción de 34.8% en la compra de maquinaria y equipo (210.1% en 2005).

La demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima que registre, en términos reales, un crecimiento de 6.5% (-1.0% en 2005). Al respecto, cabe indicar que la demanda externa se vería impulsada por el mejor desempeño previsto de la actividad económica de Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país, así como por el mayor dinamismo esperado por la entrada en vigencia del TLC.



Por el lado de la oferta externa, las importaciones de bienes y servicios se estima que registren, en términos reales, un crecimiento de 5.2%, mayor al observado el año anterior (1.4%). En cuanto a la estructura de las importaciones (sin incluir las importaciones realizadas al amparo del Decreto Número 29-89 del Congreso de la República “Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila”), en términos de valor en dólares estadounidenses, a septiembre de 2006 las de bienes de capital crecieron 21.7% (11.3% en 2005); las de bienes de consumo 10.3% (7.1% en 2005); las de materias primas y productos intermedios 9.0% (8.0% en 2005); las de combustibles y lubricantes 31.5% (44.2% en 2005); y, las de materiales de construcción 12.3% (21.7% en 2005).

GASTOS DEDICADOS AL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO				
AÑOS 2005 - 2006				
(millones de quetzales de 1958)				
CONCEPTO	2005 p/	2006 py/	Tasas de variación	
			2005	2006
1. Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	4,706.6	4,922.0	4.3	4.6
2. Gastos en consumo del gobierno general	435.0	469.5	-1.4	7.9
3. Formación geográfica bruta de capital fijo	690.4	814.5	12.5	18.0
Privada	571.6	684.5	11.7	19.7
Pública	118.8	130.0	16.4	9.5
4. Variación de existencias	211.9	104.5		
GASTO BRUTO DE LA NACIÓN	6,043.9	6,310.5	3.4	4.4
5. Exportación de bienes y servicios	853.7	909.5	-1.0	6.5
6. Menos: Importación de bienes y servicios	1,150.6	1,210.2	1.4	5.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,747.0	6,009.8	3.2	4.6
p/ Cifras preliminares				
py/ Cifras proyectadas				



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas -MFP-, la situación financiera del gobierno central a octubre (última información disponible) registró un déficit fiscal de Q875.7 millones, monto inferior en Q84.8 millones (8.8%) al registrado a octubre de 2005 (Q960.5 millones). Como proporción del PIB el déficit fiscal se ubicó en 0.3%, levemente inferior al registrado en 2005 (0.4%). Por otra parte, cabe indicar que el nivel de los ingresos tributarios a octubre del presente año ha permitido que la carga tributaria se ubique en 8.4%, mayor en 0.4 puntos porcentuales a la registrada en 2005. En ese sentido, la evolución que registra dicho indicador es consistente con el estimado para el cierre del año (10.4%). Asimismo, cabe indicar que a octubre del presente año se registró un superávit primario²⁵ de 0.7% del PIB, superior en 0.1 puntos porcentuales al registrado en 2005, como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q2,718.7 millones del gasto total, se genera un superávit por Q1,843.0 millones. Otro indicador importante de las finanzas públicas lo constituye la elasticidad tributaria, la cual a octubre de 2006 fue de 1.5, lo que indica un mayor dinamismo en el crecimiento que registraron los ingresos tributarios respecto al crecimiento estimado para fin de año de la actividad económica.

Los ingresos fiscales a octubre ascendieron a Q23,994.1 millones, superiores en Q3,414.7 millones (16.6%) a los observados en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 84.8% respecto al presupuesto para 2006 (82.3% en 2005). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q22,711.3 millones, monto superior en Q3,373.0 millones (17.4%) al observado en el mismo período del año anterior, registrando un 87.9% de la recaudación tributaria programada en el presupuesto de 2006 (83.1% en 2005)²⁶. Dicho incremento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos (Q1,454.7 millones) e indirectos (Q1,918.3 millones). El crecimiento en la recaudación de los impuestos

²⁵ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública de la medida convencional del déficit.

²⁶ Cabe indicar que de conformidad con información de la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT- los ingresos tributarios recaudados fueron superiores en Q563.8 millones (2.4%) con relación a lo programado a octubre.



indirectos se explica, fundamentalmente, por el aumento de los ingresos provenientes del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto del IVA alcanzaron Q9,950.7 millones, monto superior en Q1,400.1 millones (16.4%) a lo percibido en igual período de 2005. Cabe indicar que dicho resultado se asocia, principalmente, a la mayor recaudación del IVA sobre importaciones, la cual fue mayor en Q918.1 millones (16.7%) respecto a octubre de 2005.

En lo que concierne al incremento en los impuestos directos (26.4%), éste se explica, principalmente, por la mayor recaudación de ingresos provenientes del Impuesto Sobre la Renta -ISR- y del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz -IETAAP-, cuyos montos se incrementaron en Q907.1 millones (23.4%) y Q556.3 millones (34.6%), respectivamente, con relación a lo observado a octubre de 2005.

Por su parte, los gastos ejecutados a octubre de 2006 registraron un monto de Q24,869.8 millones, superior en Q3,329.9 millones (15.5%) a los observados en igual período de 2005, lo que representa una ejecución del 71.6% respecto al presupuesto para 2006 (en octubre de 2005 la ejecución registrada fue de 72.1%). En lo que respecta a la estructura del gasto total a octubre de 2006, el gasto de funcionamiento (que no incluye los vencimientos y amortizaciones de deuda) registró un 69.9% del total (71.2% a octubre de 2005), mientras que el gasto de capital representó un 30.1% del total (28.8% a octubre de 2005). De acuerdo con el Ministerio de Finanzas Públicas, el mayor dinamismo en el gasto público fue producto, por una parte, del incremento en el gasto social por Q1,208.7 millones (12.5% respecto al monto registrado en igual período del año anterior) destinado a todas las erogaciones asignadas a los sectores considerados como prioritarios en los Acuerdos de Paz, tal es el caso de Educación, Salud, Vivienda, Seguridad Interna y Justicia, y, por otra a la ejecución del gasto asignado al denominado "Programa de Rehabilitación y Reconstrucción originado por la Tormenta Tropical Stan".

Los gastos de funcionamiento se situaron en Q17,377.4 millones, monto superior en Q2,051.6 millones (13.4%) al observado en el



mismo período del año anterior. Este resultado estuvo determinado, básicamente, por el incremento de Q1,041.5 millones (14.3%) en los gastos de operación y por el aumento de Q767.5 millones (13.7%) en las transferencias corrientes. De acuerdo con el Ministerio de Finanzas Públicas, el aumento en los gastos de operación obedece, entre otros aspectos, al otorgamiento de un bono único al magisterio nacional por parte del Ministerio de Educación por un monto de Q1,000.00 por maestro; al monto destinado a la contratación de personal para el “Cuerpo Especial de Reservas para la Seguridad Ciudadana” por parte del Ministerio de la Defensa; y, al incremento en el aporte patronal efectuado por el Gobierno Central al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social -IGSS-. Por su parte, el aumento registrado en las transferencias corrientes, obedeció, principalmente, a las realizadas por el Gobierno Central al Organismo Judicial; a la Universidad de San Carlos de Guatemala; al Ministerio de Cultura y Deportes; al Ministerio de Salud; al Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; y, al Ministerio de Educación.

Los gastos de capital ascendieron a Q7,492.4 millones, monto mayor en Q1,278.3 millones (20.6%) al registrado en similar período de 2005, registrando una ejecución de 65.7% con relación a los gastos presupuestados para 2006 (61.6% en 2005). Dicho resultado fue determinado por un incremento en los gastos de inversión directa e indirecta, los cuales registraron un aumento de Q393.4 millones (24.0%) y de Q884.9 millones (19.3%), respectivamente. En efecto, el incremento del gasto de inversión directa se debió a la mayor ejecución en obras de infraestructura (ampliación, rehabilitación y reconstrucción de carreteras) realizada por el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda. Por su parte, el incremento del gasto de inversión indirecta obedeció a las mayores transferencias de capital realizadas, principalmente, a las Municipalidades, a los Consejos de Desarrollo Urbano y Rural, al Fondo de Inversión Social y al Fondo Guatemalteco para la Vivienda.

Como proporción del PIB, a octubre, los gastos totales representaron 9.3%, los de funcionamiento 6.5% y los de capital 2.8%,



superiores a los registrados en igual período de 2005 (8.9%, 6.3% y 2.6%, respectivamente).

Como resultado de los ingresos corrientes y gastos corrientes descritos, a octubre, se generó un ahorro en cuenta corriente de Q6,396.8 millones, monto mayor en Q1,456.0 millones (29.5%) al registrado en el mismo período de 2005. En ese sentido, el ahorro en cuenta corriente registrado en el período analizado permitió financiar el 85.4% del gasto de inversión (79.5% en 2005). En términos del PIB, esta variable representó un 2.4% (2.0% a octubre de 2005).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit registrado a octubre, el financiamiento externo neto se situó en Q2,365.6 millones, producto de desembolsos de préstamos por Q3,695.2 millones y amortizaciones por Q1,329.6 millones. Los desembolsos de préstamos provinieron, principalmente, del préstamo otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por el equivalente a Q1,513.5 millones para financiar parcialmente el “Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión”; del préstamo concedido por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por el equivalente a Q761.5 millones denominado “Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia”; y, del préstamo concedido por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por el equivalente a Q455.8 millones para financiar el denominado “Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social”.

Por su parte, el financiamiento interno neto ascendió a Q1,945.6 millones, como resultado de negociaciones de títulos públicos por Q6,478.9 millones, vencimientos por Q3,373.8 millones y la amortización por Q1,159.5 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente al ejercicio contable 2004. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q3,435.5 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A OCTUBRE
AÑOS 2005 - 2006
 -En millones de quetzales-

CONCEPTO	2005	2006	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	20,579.4	23,994.1	3,414.7	16.6
A. Ingresos	20,285.7	23,796.8	3,511.1	17.3
1. Ingresos Corrientes	20,266.6	23,774.2	3,507.6	17.3
a. Tributarios	19,338.3	22,711.3	3,373.0	17.4
i. Impuestos Directos	5,509.8	6,964.5	1,454.7	26.4
ii. Impuestos Indirectos	13,828.5	15,746.8	1,918.3	13.9
b. No Tributarios	928.3	1,062.9	134.6	14.5
2. Ingresos de Capital	19.1	22.6	3.5	0.0
B. Donaciones	293.7	197.3	-96.4	-32.8
II. Total de Gastos	21,539.9	24,869.8	3,329.9	15.5
A. Funcionamiento	15,325.8	17,377.4	2,051.6	13.4
1. De Operación	7,261.5	8,303.0	1,041.5	14.3
2. Transferencias	5,588.2	6,355.7	767.5	13.7
3. Intereses por Deuda	2,476.1	2,718.7	242.6	9.8
B. Capital	6,214.1	7,492.4	1,278.3	20.6
1. Inversión Directa	1,639.5	2,032.9	393.4	24.0
2. Inversión Indirecta	4,574.6	5,459.5	884.9	19.3
III. Déficit o Superávit Fiscal	-960.5	-875.7	84.8	-8.8
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	4,940.8	6,396.8	1,456.0	29.5
V. Financiamiento (A+B+C)	960.5	875.7	-84.8	-8.8
A. Financiamiento Externo Neto	-373.8	2,365.6	2,739.4	732.9
B. Financiamiento Interno Neto	2,933.0	1,945.6	-987.4	-33.7
1. Negociación de Bonos	4,316.0	6,478.9	2,162.9	50.1
2. Vencimiento de Bonos	1,383.0	3,373.8	1,990.8	143.9
3. Amortización Costo de Política ^{1/}	0.0	1,159.5	1,159.5	100.0
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,598.7	-3,435.5	-1,836.8	114.9

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

1/ El 31 de agosto de 2005 el Ministerio de Finanzas Públicas entregó al Banco de Guatemala Bonos del Tesoro por Q963.7 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco Central correspondiente al ejercicio contable 2003; sin embargo, la amortización del costo de política no fue operada en la ejecución presupuestaria a octubre de ese año, debido a que el Ministerio de Finanzas Públicas registró la operación en diciembre, por motivos de programación presupuestaria.

2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna a octubre, se situó en Q19,530.8 millones, superior en Q3,105.1 millones (18.9%) al monto observado en diciembre de 2005. Este aumento obedeció, principalmente, al incremento en las tenencias de Bonos del Tesoro por parte del Banco de Guatemala, del sector privado bancario y del sector privado no bancario, las cuales se



incrementaron en Q1,634.1 millones, Q1,660.8 millones y Q183.0 millones, respectivamente. Por su parte, el sector público y el sector no residente redujeron sus tenencias de valores en Q145.8 millones y Q227.0 millones, respectivamente. Es importante indicar que a octubre de 2006 el Banco de Guatemala registra tenencias de Bonos del Tesoro, las cuales se derivan del hecho de que por disposición contenida en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, al Estado de Guatemala, por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas, le corresponde cubrir las deficiencias netas que el Banco de Guatemala registre en cada ejercicio contable; en ese contexto, el 28 de agosto de 2006, el Ministerio de Finanzas Públicas cumplió por segunda ocasión con dicho mandato legal, trasladando al Banco de Guatemala Bonos del Tesoro por Q1,159.5 millones para cubrir su deficiencia neta correspondiente al ejercicio contable 2004. Asimismo, el Banco de Guatemala, de conformidad con la resolución JM-123-2006 fue autorizado por la Junta Monetaria para adquirir directamente del Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA- Bonos del Tesoro de la República de Guatemala -Bonos Paz- por el equivalente a Q474.7 millones, cuyos recursos fueron trasladados, en su calidad de administrador del FOPA, al fideicomiso de administración y realización de activos excluidos del Banco del Café, Sociedad Anónima.

En lo que se refiere a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, la misma varió como consecuencia de las mayores negociaciones realizadas con el sector privado bancario y la tenencia de valores por parte del Banco de Guatemala. En efecto, al 31 de diciembre de 2005, la participación de dichos sectores respecto del total fue de 21.1% y 5.9%, respectivamente, mientras que a octubre del presente año, dicha participación se ubicó en 26.2% y 13.3%, en el referido orden. En contraste, los sectores privado no bancario, público y no residente disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2005 a octubre de 2006, al pasar de 46.3%, 23.7% y 3.1% a 39.8%, 19.2% y 1.5%, respectivamente.

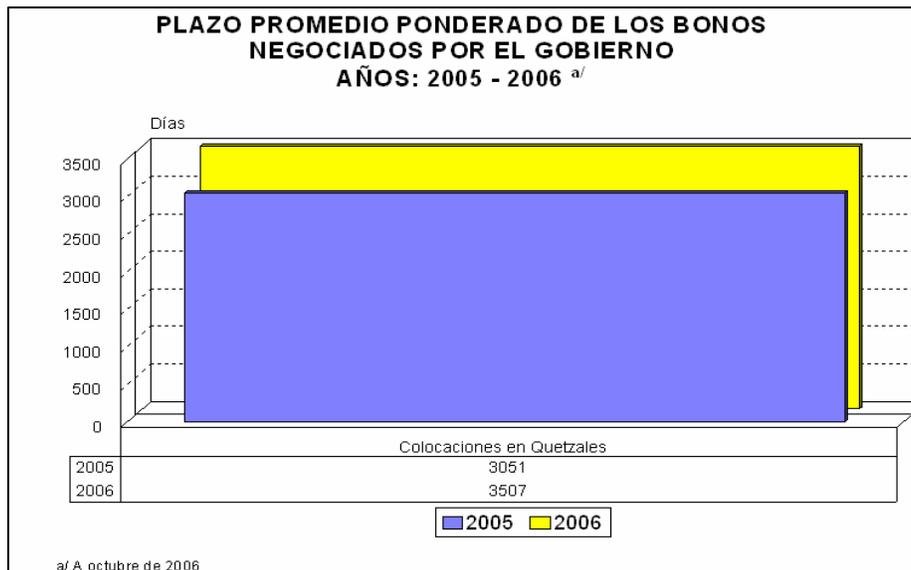


Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años 2005 - 2006
- En millones de quetzales y en porcentajes -

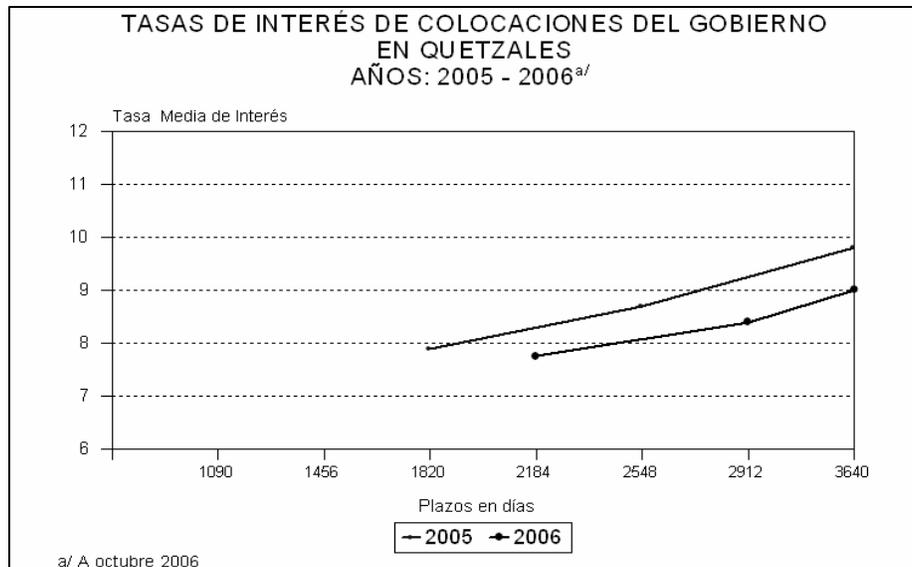
Tenedor	Al 31/12/2005	Estructura	Al 31/10/2006	Estructura	Variación	
					Absoluta	Relativa
Total	16,425.7	100.0	19,530.8	100.0	3,105.1	18.9
Banco de Guatemala	963.7	5.9	2,597.8	13.3	1,634.1	169.6
Sector Privado Bancario	3,464.0	21.1	5,124.8	26.2	1,660.8	47.9
Sector Público	3,886.4	23.7	3,740.6	19.2	-145.8	-3.8
Sector No Residente	513.9	3.1	286.9	1.5	-227.0	-44.2
Sector Privado no Bancario	7,597.7	46.3	7,780.7	39.8	183.0	2.4

FUENTE: Sección de Liquidación de Valores, Banco de Guatemala.

En cuanto al plazo de colocación de la deuda, es importante señalar que en 2005 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 3,051 días, mientras que a octubre de 2006 se ubicó en 3,507 días. Es importante indicar que en ambos años no se realizaron colocaciones de Bonos del Tesoro en dólares de los Estados Unidos de América.



En 2005, la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del Gobierno expresadas en quetzales se ubicó en 9.22%, mientras que a octubre del presente año se ubicó en 8.89%.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares a octubre de 2006, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$3,899.1 millones, monto superior en US\$176.2 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de desembolsos por US\$487.6 millones, amortizaciones por US\$301.9 millones²⁷ y una reducción del saldo contable de US\$9.5 millones derivado de la apreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital (sin incluir el arreglo negociado de la deuda de CORFINA, antes citado), fue positiva en US\$306.2 millones.

En cuanto a los desembolsos por préstamos al gobierno central a octubre de 2006, por acreedor, destacan los provenientes del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$239.7 millones²⁸, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$131.8

²⁷El monto de las amortizaciones incluye US\$131.0 millones, de los cuales US\$10.5 millones corresponden al pago que la Corporación Financiera Nacional -CORFINA- efectuó al Banco Bilbao Vizcaya Argentaria a cuenta de la deuda de Celulosas de Guatemala, S.A. -CELGUSA-; asimismo, las amortizaciones incluyen US\$120.5 millones correspondientes al arreglo negociado que permitió la cancelación de la deuda que CORFINA tenía con el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria y la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A. Compañía de Seguros y Reaseguros -CESCE-. Cabe resaltar, que una vez realizado el pago mencionado quedaron sin efecto de la mencionada deuda, el pago del saldo de intereses capitalizados por US\$361.0 millones y un monto de intereses por mora por US\$74.0 millones.

²⁸ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BCIE, destacó el destinado a financiar parcialmente el "Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión" por US\$199.0 millones.



millones²⁹ y del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$104.7 millones³⁰.

En lo que respecta a las amortizaciones de capital sobresalen las realizadas al Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$51.6 millones y al Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$45.7 millones. En lo que respecta al pago de intereses de la deuda externa destacan los que corresponden a los bonos negociados en el exterior -EUROBONOS- por US\$84.0 millones.

3. Estimación de cierre para diciembre de 2006

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el cierre presupuestario para 2006 contempla que el déficit fiscal alcanzaría un nivel de alrededor de 1.5% del PIB, similar al registrado en 2005, mientras que la carga tributaria se ubicaría en alrededor de 10.4%, superior a la registrada en 2005 (9.6%).

4. Disposiciones legales en 2006 para el fortalecimiento de la administración tributaria

El Congreso de la República, por medio del Decreto Número 20-2006, emitió las “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria”, con el propósito de fortalecer las normas legales que coadyuven a la detención de prácticas de evasión y elusión tributaria y que permitan al Estado contar con los recursos tributarios necesarios para atender los programas sociales. En efecto, las medidas que contemplan dicho decreto norman lo relativo a los agentes retenedores, la creación del registro fiscal de imprentas y lo concerniente a la bancarización en materia tributaria. Esta Ley modifica el Código Tributario; la Ley del Impuesto al Valor Agregado; la Ley Contra la Defraudación y el Contrabando Aduaneros; instituye el control aduanero en puertos, aeropuertos y puestos fronterizos; y, crea el Consejo

²⁹ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BIRF, sobresalió el destinado a financiar el “Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia”, por US\$99.8 millones.

³⁰ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BID, resaltó el destinado a financiar el “Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social”, por US\$60.0 millones.

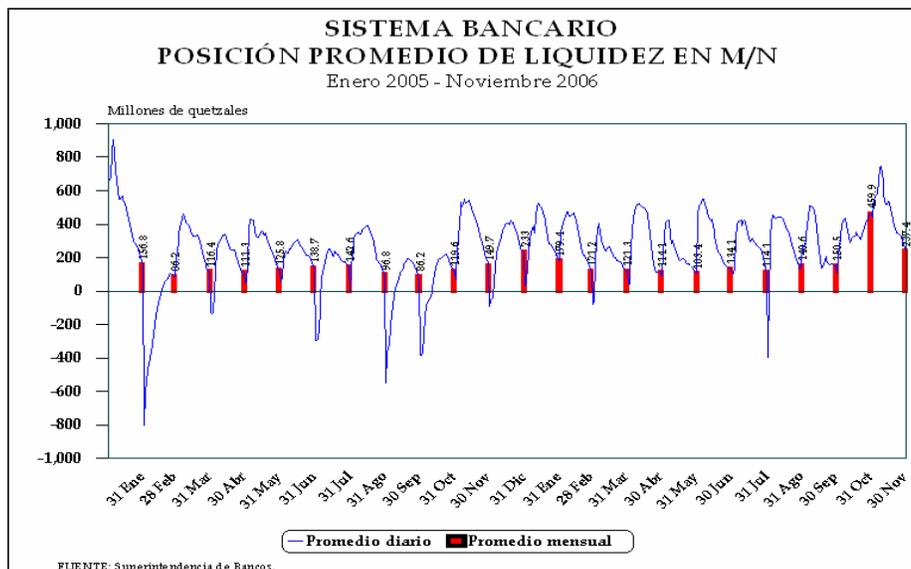
Interinstitucional para la Prevención, Combate a la Defraudación Fiscal y al Contrabando Aduanero.

D. SECTOR FINANCIERO

1. Liquidez bancaria

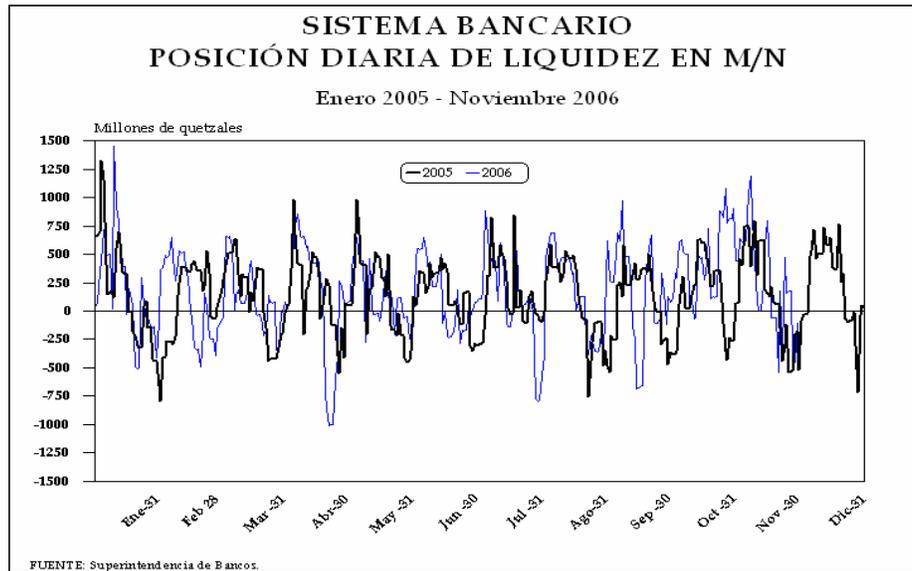
a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, refleja la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el período enero-noviembre de 2006, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez, con excepción de octubre en el cual se ubicó en niveles superiores a los observados en el resto del año. En efecto, la liquidez promedio del sistema bancario fue, en enero Q179.4 millones, en febrero Q121.2 millones, en marzo Q121.3 millones, en abril Q114.1 millones, en mayo Q103.4 millones, en junio Q134.1 millones, en julio Q114.1 millones, en agosto Q148.6 millones, en septiembre Q150.5 millones, en octubre Q459.9 millones y en noviembre Q237.4 millones.



Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron durante el período enero-noviembre de 2006, muestra una estabilidad similar respecto al mismo período del año previo, con una tendencia hacia el alza en

octubre. En efecto, en el referido período la liquidez diaria registró su punto máximo el 10 de enero (Q1,456.6 millones) y su nivel más bajo el 21 de abril (-Q1,010.0 millones). Al 30 de noviembre, el saldo diario de la liquidez bancaria se ubicó en una posición negativa de Q438.6 millones.



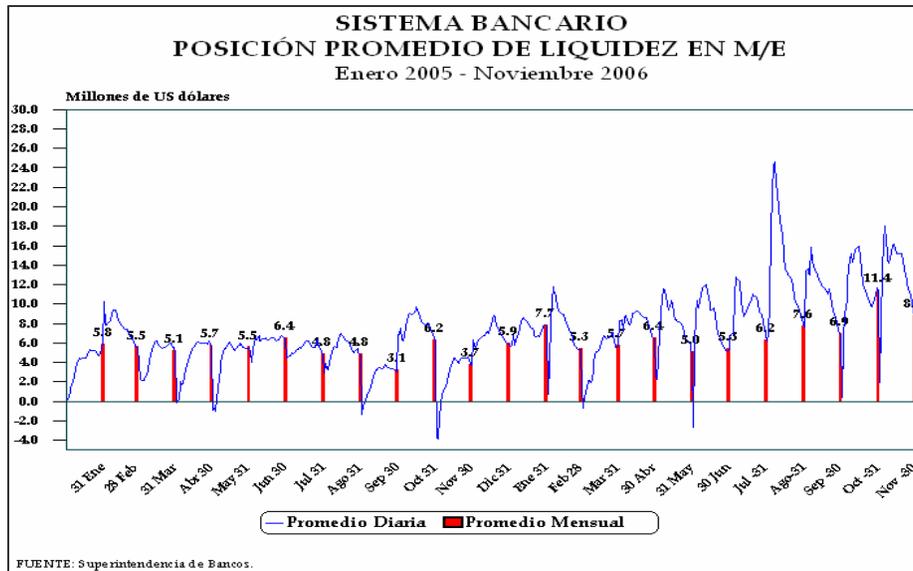
El comportamiento moderado y estable de la liquidez en 2006 se puede analizar en dos períodos. El primero, de enero-agosto, dicho comportamiento se asocia al mayor volumen de recursos que se canalizaron al crédito bancario, ya que esta variable, particularmente en los primeros meses del año mostró un dinamismo importante; y, el segundo de agosto a noviembre, cuando la liquidez bancaria mostró aumentos significativos, lo cual se asocia con el menor dinamismo del crédito bancario, a los recursos provenientes del vencimiento neto de inversiones de los bancos en CDP's, así como al traslado de recursos del Fondo para la Protección del Ahorro para la cobertura de los depositantes derivado de la suspensión de operaciones del Banco del Café, S. A.

b) En moneda extranjera

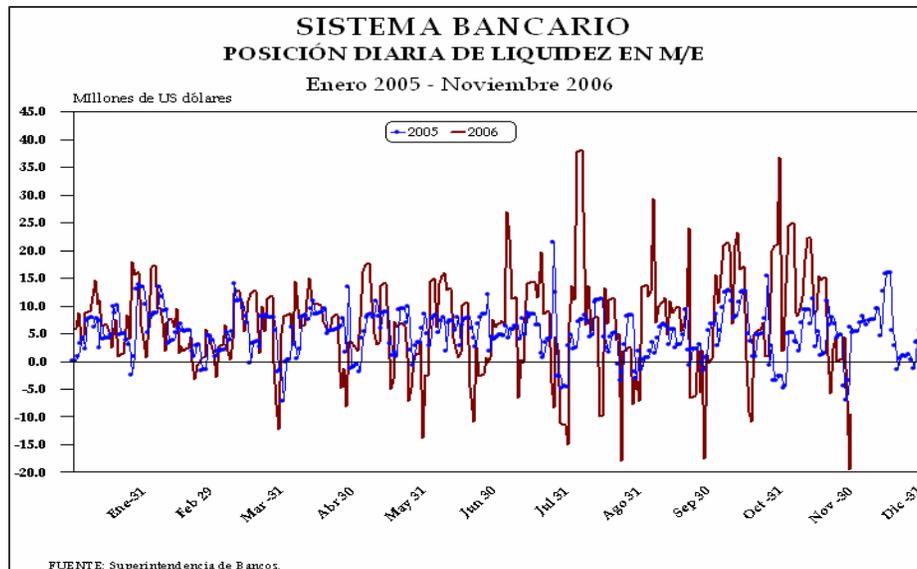
Durante el período enero-noviembre de 2006, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable, con tendencia hacia el alza a partir de julio, situándose en el período entre US\$5.3



millones (en febrero) y US\$11.4 millones (en octubre). Al 30 de noviembre, la liquidez promedio en moneda extranjera se situó en US\$8.7 millones.



Por otra parte, durante 2006, el comportamiento de la liquidez diaria en moneda extranjera puede analizarse en dos etapas. En la primera, de enero a junio, dicha variable mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, registrando su nivel máximo el 26 de enero (US\$17.9 millones) y su nivel más bajo el 30 de mayo (-US\$13.9 millones); mientras que en una segunda etapa, de julio a noviembre, la liquidez bancaria experimentó montos más elevados, ubicándose en su punto más alto el 6 de agosto (US\$38.1 millones), lo cual se asocia con la disponibilidad de recursos que se derivan del menor dinamismo del crédito en moneda extranjera y, en menor cuantía, al flujo de recursos provenientes de la desinversión en títulos en moneda extranjera.



2. Fortalecimiento del sistema financiero nacional

a) Fortalecimiento del sistema bancario

En resolución JM-12-2006 del 18 de enero de 2006, la Junta Monetaria dispuso que los almacenes generales de depósito, las empresas de seguros, las empresas de fianzas, las casas de cambio, el Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas, los bancos y las sociedades financieras, continúen observando y aplicando, para el ejercicio contable 2006, los manuales de instrucciones contables respectivos, a que se refieren las resoluciones JM-194-95 y JM-48-2002, a efecto de que los registros contables y lo que de ellos se derive se operen con base en dichos manuales. Cabe indicar que en resolución JM-41-2006 del 22 de marzo de 2006, la Junta Monetaria aprobó el Acuerdo No. 3-2006 del Superintendente de Bancos, mediante el cual se modifica el Manual de Instrucciones Contables para Bancos y Sociedades Financieras, en el sentido de incluir una cuenta y divisionarias para registrar las operaciones que se efectúen con bancos en el exterior, referentes a depósitos en moneda nacional y depósitos a plazo en moneda extranjera, con el objeto de brindar un mejor ordenamiento y mayor claridad a los registros contables y que los mismos guarden relación con la naturaleza de las operaciones que les dan origen.



En resolución JM-27-2006 del 1 de marzo de 2006, la Junta Monetaria emitió el Reglamento Sobre el Retiro del País de las Sucursales de Bancos Extranjeros, que tiene por objeto establecer los requisitos y los trámites que deben cumplirse para el retiro ordenado de las sucursales de bancos extranjeros, así como del capital pagado de dichas sucursales.

En resolución JM-32-2006 del 9 de marzo de 2006, la Junta Monetaria resolvió autorizar al Banco Industrial, S. A., la adquisición de 2,151,114 acciones del Banco de Occidente, S. A., por un monto de US\$136.8 millones. En informe No. 318-2006 del 3 de marzo de 2006, la Superintendencia de Bancos, por una parte, señala que según el reporte de análisis financiero al 31 de diciembre de 2005, los índices financieros de liquidez, solvencia y rentabilidad del Banco de Occidente, S. A., reflejan que dicha entidad presenta una situación financiera razonable y que en la citada fecha, dicho banco ocupaba el sexto lugar en la clasificación por nivel de activos netos del sistema bancario nacional y, por la otra, que la fusión por absorción permitiría al Banco Industrial, S. A., aprovechar economías de escala³¹.

En resolución JM-62-2006 del 1 de junio de 2006, la Junta Monetaria modificó el artículo 6 del Reglamento para la determinación del monto mínimo del patrimonio requerido para exposición a los riesgos, aplicable a Bancos y Sociedades Financieras, emitido en resolución JM-46-2004, referente a los activos y contingencias con ponderación del cincuenta por ciento (50%), adicionando el numeral 5, que se refiere a los créditos otorgados al sector privado, garantizados por fondos de garantía de fideicomisos constituidos por el Estado de Guatemala, que cuenten con opinión favorable de la Superintendencia de Bancos, cuyo patrimonio fideicometido esté constituido exclusivamente por dinero en efectivo; y sus recursos se inviertan únicamente en títulos valores emitidos o garantizados por el Estado de Guatemala o entidades supervisadas por la Superintendencia de Bancos, siempre que dichas entidades no se encuentren sometidas a un plan de regularización

³¹ Cabe señalar que en el marco de consolidación del sistema financiero, reviste particular importancia la iniciativa de exonerar del Impuesto al Valor Agregado -IVA- a las transacciones que conlleven compra-venta de cartera crediticia entre instituciones bancarias, en virtud de que tal medida podría promover nuevas fusiones bancarias.



patrimonial en los términos que indica la Ley de Bancos y Grupos Financieros, hasta por el monto cubierto por la garantía respectiva. Asimismo, modificó el artículo 34, numeral 3, referente a otras garantías, del Reglamento para la Administración del Riesgo Crediticio, emitido en resolución JM-93-2005, adicionando las literales j) que se refiere a los mismos fondos de la modificación al reglamento anterior; y, k) que se refiere a los montos recibidos en efectivo provenientes de fondos de garantía de fideicomisos, cuyo destino final sea la liquidación de un activo crediticio.

En resolución JM-69-2006 del 5 de julio de 2006, la Junta Monetaria autorizó la fusión por absorción del Banco de Occidente, S. A. por Banco Industrial, S. A., condicionada a que, a más tardar, al momento de la inscripción definitiva en el Registro Mercantil de la escritura pública donde se formalice la operación, el capital pagado del Banco Industrial, S. A. deberá incrementarse a Q1,175,262,700.00.

En resolución JM-111-2006 del 11 de octubre de 2006, la Junta Monetaria autorizó la constitución de la entidad Banco Azteca de Guatemala, S. A. y fijó, con base en el Dictamen número 2-2006 de la Superintendencia de Bancos, en Q105.0 millones el monto mínimo de capital pagado inicial con el que la entidad iniciará operaciones, el cual deberá ser cubierto totalmente en efectivo y depositado en el Banco de Guatemala, previo al inicio de operaciones; asimismo, en el referido Dictamen consta que el estudio de factibilidad muestra la viabilidad del proyecto en el horizonte de planificación evaluado y refleja beneficios sociales y económicos para el país, al generar fuentes de empleo, permitir el ingreso de inversión extranjera y consolidar la canalización de recursos hacia créditos de consumo.

En resolución JM-124-2006 del 23 de octubre de 2006, la Junta Monetaria modificó el artículo 6, Categoría IV, del Reglamento para la determinación del monto mínimo del patrimonio requerido para exposición a los riesgos, aplicable a Bancos y Sociedades Financieras, emitido en resolución JM-46-2004, modificado por resolución JM-62-2006, referente a los activos y contingencias con ponderación del cincuenta por ciento (50%), adicionándole el numeral 6, que se refiere a los certificados de participación emitidos por fideicomisos que se constituyen conforme lo dispuesto en el artículo 79 de la



Ley de Bancos y Grupos Financieros, dado que por razones de su liquidez y solvencia, éstos cuentan con características de riesgo que pueden compararse a las de los activos y contingencias contemplados en esa categoría. Asimismo, modificó el artículo 15 Transitorio, de dicho reglamento, en el sentido de que hasta el 30 de junio de 2007, las inversiones correspondientes a certificados de participación, se clasificarán en la categoría III, con ponderación del veinte por ciento (20%).

b) Reforma complementaria

En 2006, la Junta Monetaria emitió opinión favorable, por una parte, al proyecto de Ley de la Actividad Aseguradora, mediante resolución JM-42-2006 del 22 de marzo de 2006 y, por la otra, al proyecto de Ley de Garantías Mobiliarias, en el punto tercero del Acta número 19-2006, aprobada en sesión número 21-2006 del 17 de mayo de 2006, con la sugerencia que se tomen en consideración las observaciones formuladas al Título VI, Reglas de Prelación y Persecución, que fueron hechas del conocimiento de la Comisión Interinstitucional nombrada para elaborar el referido proyecto de ley.

En la exposición de motivos del proyecto de Ley de la Actividad Aseguradora, se señala que la estructura básica de la legislación de la actividad aseguradora vigente en Guatemala data de los años cincuenta y sesenta del siglo pasado y se orienta a un modelo de actividad especializada, con limitada oportunidad para ampliar operaciones y escasa participación internacional directa. De esa cuenta, muchas de las nuevas prácticas de seguros no están explícitamente previstas en el ámbito de regulación prudencial y de supervisión del sistema asegurador nacional, lo que ha propiciado que la legislación financiera vigente aplicable a este sector ya no responda adecuadamente a la dinámica e intensidad con que se desarrolla el mercado financiero, caracterizado por una mayor volatilidad, competencia y riesgo.

Cabe resaltar que en la elaboración del proyecto de ley se analizaron y tomaron en cuenta los Principios sobre la Supervisión de Seguros emitidos en septiembre de 1997 y actualizados en octubre de 2003



por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés)³², lo cual representa un avance significativo para el sistema asegurador guatemalteco, acorde con las tendencias mundiales que experimentan los mercados financieros. En este sentido, el proyecto está orientado a proveer un marco legal general, moderno y flexible que brinde certeza jurídica y contribuya a la eficiencia, transparencia y competitividad de los participantes y de las actividades del mercado asegurador. Para tal efecto, promueve una sólida gestión de riesgos, sustentada en la regulación de las responsabilidades, restricciones y deberes de los administradores de las entidades. Dicho marco se complementa con un enfoque preventivo y de autorregulación previsto en la implementación de una sólida normativa prudencial, esto en el contexto de un buen gobierno corporativo y sobre la base de la supervisión de riesgos en forma consolidada.

Por su parte, en la exposición de motivos del proyecto de Ley de Garantías Mobiliarias se señala que facilitar o permitir el acceso al crédito a los micro, pequeños y medianos empresarios redundará en un incremento a la producción real y en un aumento del capital de trabajo. Asimismo, obligará a estos sectores a buscar la eficiencia y la eficacia a fin de reducir sus costos de producción y ser más competitivos. Consecuentemente, se incrementará de forma considerable la capacidad productiva y la generación de fuentes de empleo. De manera que para contribuir con la democratización del crédito, se requiere no sólo la simplificación de los actuales procedimientos para la constitución de garantías mobiliarias, sino ampliar la gama de bienes muebles que pueden ser objeto de pignoración; resultando necesario crear un marco legal especial para la constitución, modificación, prórroga, extinción y ejecución de dichas garantías y, consecuentemente, la publicidad de las mismas, a efecto de que sean utilizadas para respaldar el financiamiento que se les otorgue a los sectores productivos integrantes de la economía informal del país.

³² La IAIS fue establecida en 1992. Su membresía incluye a más de 100 supervisores de seguros de diferentes países. Su propósito es mejorar la supervisión de la actividad de seguros tanto local como internacional, con el fin de mantener mercados aseguradores que sean confiables, estables y eficientes, para el beneficio y protección de los asegurados, así como unir esfuerzos para desarrollar estándares prácticos que puedan ser aplicados por sus miembros sobre bases voluntarias.

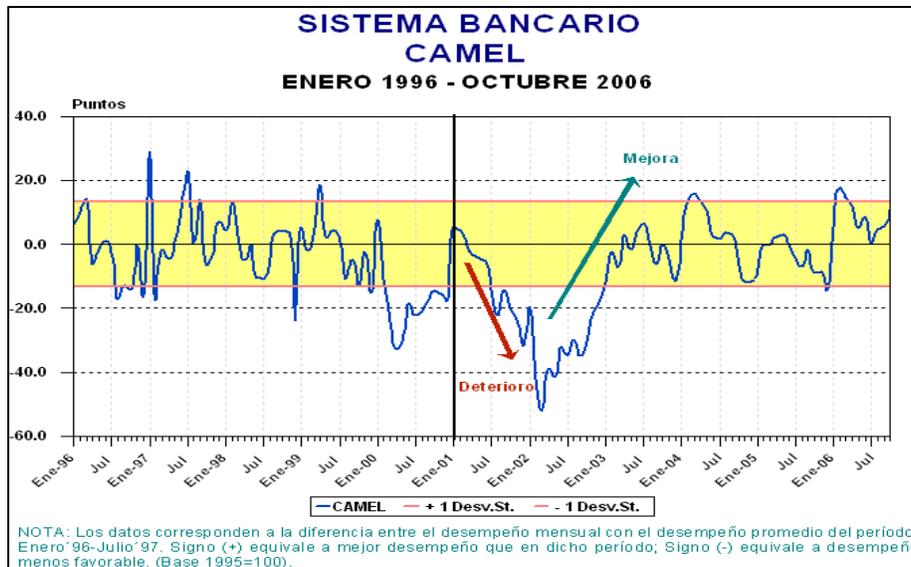


De ser aprobado este proyecto de ley, se daría un carácter unitario y, por ende, un tratamiento uniforme, a la garantías sobre bienes muebles regidas hasta ahora en forma dispersa por la legislación guatemalteca; además, se introduciría una importante innovación en cuanto a la ejecución de la garantía, ya que en caso de incumplimiento de la obligación, ésta podría ejecutarse de forma voluntaria, es decir, en la forma y condiciones que las partes acuerden libremente.

3. Sistema de alerta temprana

Al 31 de octubre de 2006, el desempeño del sistema bancario nacional, medido a través del indicador CAMEL³³ evidencia un mejor comportamiento del sistema con respecto a diciembre de 2005. En efecto, en dicha fecha este indicador se ubicó en 10.52, cifra significativamente superior a la observada en diciembre de 2005 (-14.52). Cabe indicar que los valores señalados anteriormente tienen como base de comparación el agregado observado para el sistema bancario durante el período enero de 1996 a julio de 1997, en el cual el sistema bancario registró un desempeño normal. Para obtener una mejor apreciación del contenido del indicador, una evaluación de cada uno de sus componentes se presenta a continuación:

³³ Dentro de los sistemas de alerta temprana utilizados por los bancos centrales para el análisis macroeconómico del sistema financiero se incluye el modelo CAMEL (que en sus siglas en inglés se refieren a *Capital, Assets, Management, Earnings y Liquidity*). El modelo permite evaluar el desempeño de las instituciones financieras en función de indicadores que miden la capitalización (C), la calidad del activo más importante como lo es la cartera crediticia (A), la gestión administrativa (M), la rentabilidad real (E) y la liquidez (L). En cuanto a la interpretación de ese indicador, mientras mayor es el agregado, mejor es el desempeño del sistema.



El indicador de capitalización, que mide la solvencia financiera, muestra la adecuación del capital de las entidades para cubrir con recursos propios la exposición al riesgo derivada de las operaciones activas que realizan. Dicho indicador se construye con base en los activos y contingencias sujetas por ley a requerimientos mínimos de capital con respecto al capital computable. Al respecto, durante el período bajo estudio, el valor del indicador aumentó de 13.41% en diciembre de 2005 a 14.02% en octubre de 2006. En ese caso, el capital computable tuvo un mayor dinamismo en su crecimiento durante el año. En efecto, en tanto el capital computable creció 18.28%, los activos y contingencias ponderados por riesgo lo hicieron en 13.14%. Es necesario puntualizar que el indicador de capitalización sigue ubicándose por encima de lo que exige la normativa prudencial al respecto, la cual fija el requerimiento mínimo de capital en 10% con respecto a los activos y contingencias sujetos a requerimiento.

La calidad del activo medida a través del coeficiente que relaciona la sumatoria de la cartera vencida y en mora (cartera contaminada) con respecto al total de la cartera de créditos bruta (incluye provisiones), registra un aumento al pasar de 4.95% en diciembre de 2005 a 6.21% en octubre de 2006. Al desagregar los componentes del indicador se pudo establecer que el comportamiento observado se explica, fundamentalmente, por un incremento importante de la cartera en mora.



Para medir la gestión administrativa se utiliza una aproximación entre los gastos administrativos anualizados con respecto a los activos totales netos promedio (excluye provisiones, depreciaciones y amortizaciones). En este indicador se evidencia una mejoría al pasar de 4.36% en diciembre de 2005 a 3.82% en octubre de 2006. Dicho comportamiento se explica principalmente porque los gastos administrativos han crecido menos que proporcionalmente con respecto los activos promedio.

El indicador de rentabilidad real expresa el rendimiento del patrimonio de las entidades durante el período. Para el efecto, se considera la razón entre la utilidad neta (después de impuestos) anualizada con respecto al capital contable promedio, menos el ritmo inflacionario. Esta medición permite evaluar la sostenibilidad en el largo plazo del patrimonio de las entidades. Durante el período de diciembre de 2005 a octubre de 2006, la rentabilidad real aumentó considerablemente al pasar de 6.59% a 12.72%, respectivamente. Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por los ingresos provenientes de las colocaciones financieros y por operaciones en moneda extranjera), los cuales representaron el 88.3% del total de ingresos al 31 de octubre de 2006.

Un adecuado manejo de la liquidez bancaria permite a las entidades enfrentar sus obligaciones de corto plazo sin incurrir en costos innecesarios. Una medición de este indicador se obtiene mediante la razón entre las disponibilidades y los depósitos totales. Durante el período, el indicador muestra un incremento al pasar de 20.14% en diciembre de 2005 a 21.01% en octubre de 2006. Dicho comportamiento es producto del crecimiento de las disponibilidades (17.2%), el cual fue más que proporcional respecto al incremento de los depósitos totales (12.4%).

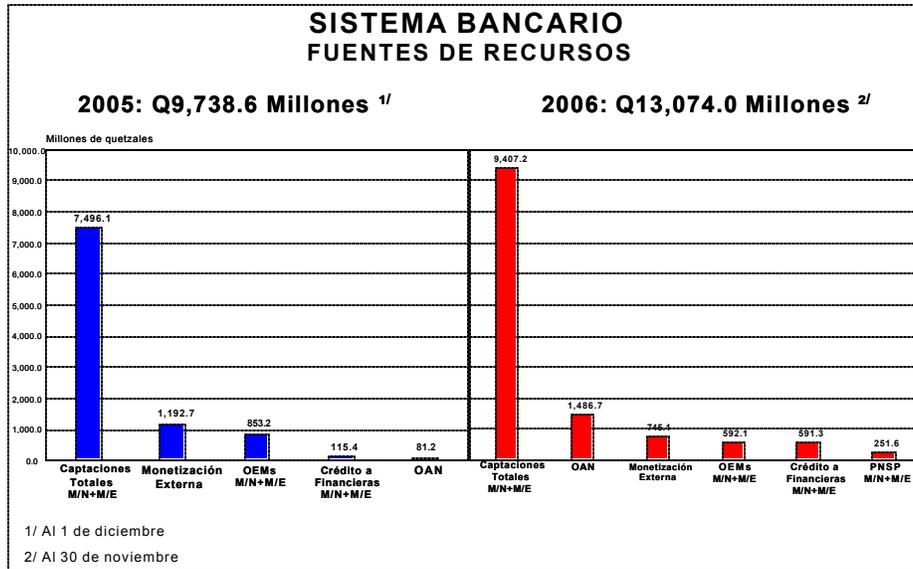
En síntesis, la mejoría global observada en el indicador CAMEL obedece, fundamentalmente, al comportamiento favorable mostrado por los indicadores de capitalización, gestión administrativa, rentabilidad real y liquidez bancaria, lo cual refleja los avances del sistema bancario, en el contexto de la reforma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



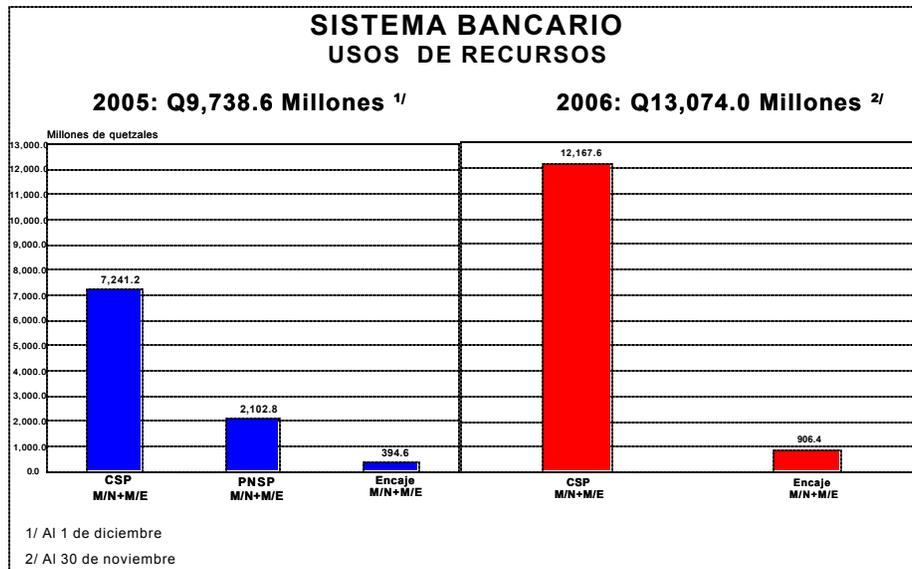
4. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

Al 30 de noviembre de 2006 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q13,074.0 millones, en tanto que para similar período del año anterior éstos ascendieron a Q9,738.6 millones.

A la fecha indicada, las principales fuentes de recursos del sistema bancario provinieron de las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q9,407.2 millones; por el aumento en los otros activos netos por Q1,486.7 millones (asociado al incremento en el capital contable del sistema bancario); por la obtención de créditos en el exterior por Q745.1 millones; por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q592.1 millones; por la amortización del crédito otorgado a instituciones financieras por Q591.3 millones; y, por la reducción del financiamiento neto otorgado al sector público (inversiones menos depósitos) por Q251.6 millones. En comparación con similar fecha de 2005, las principales fuentes de recursos provinieron de las captaciones totales de depósitos del público por Q7,496.1 millones; por la obtención de créditos en el exterior por Q1,192.7 millones; por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q853.2 millones; y, por la amortización del crédito otorgado a instituciones financieras por Q115.4 millones.



En cuanto a los principales usos que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q13,074.0 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2006 se destinaron Q12,167.6 millones al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera y Q906.4 millones para aumentar su posición de encaje bancario total. Por su parte, en similar fecha de 2005, el uso de los recursos ascendió a Q9,738.6 millones, el cual se destinó al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q7,241.2 millones; al financiamiento neto otorgado al sector público (inversiones menos depósitos) por Q2,102.8 millones; y, al mejoramiento de su posición de encaje bancario total por Q394.6 millones.



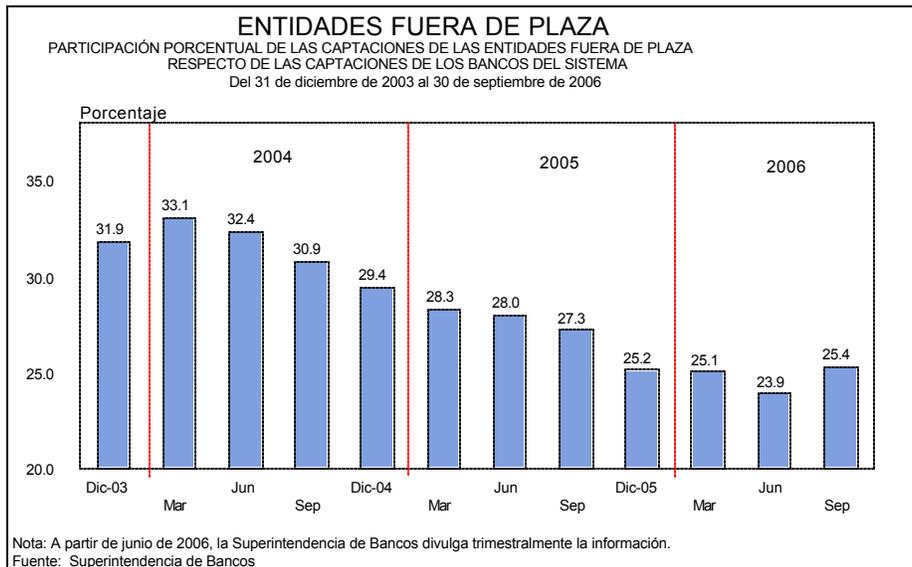
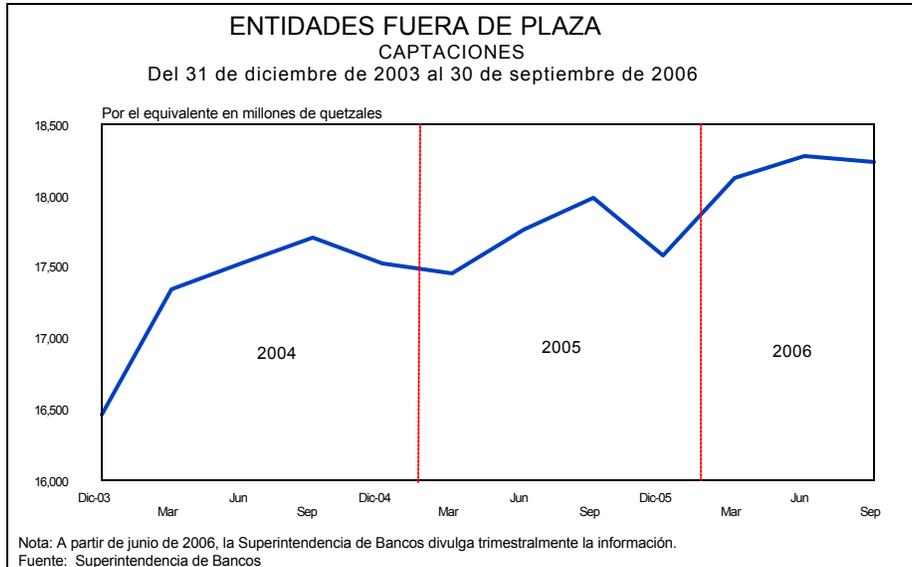
5. Entidades fuera de plaza (*offshore*)

Aunque la disponibilidad de información de las entidades fuera de plaza todavía es limitada, los datos disponibles a septiembre de 2006 permiten, de manera general, realizar un análisis de sus operaciones de forma desagregada.

a) Captaciones

Las captaciones totales (incluye bonos) de las entidades fuera de plaza, al 30 de septiembre de 2006, registraron un saldo por el equivalente en Q18,235.3 millones, mayor en Q650.3 millones (3.7%) al registrado al 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban un 25.2% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 30 de septiembre de 2006, dicha proporción aumentó a 25.4%³⁴.

³⁴ Cabe indicar que si se suman las captaciones de las entidades fuera de plaza a las del sistema bancario nacional, al 31 de diciembre de 2005, las captaciones de dichas entidades representaban un 22.1% del total, mientras que al 30 de septiembre de 2006 dicha relación se ubicó en 20.5%.

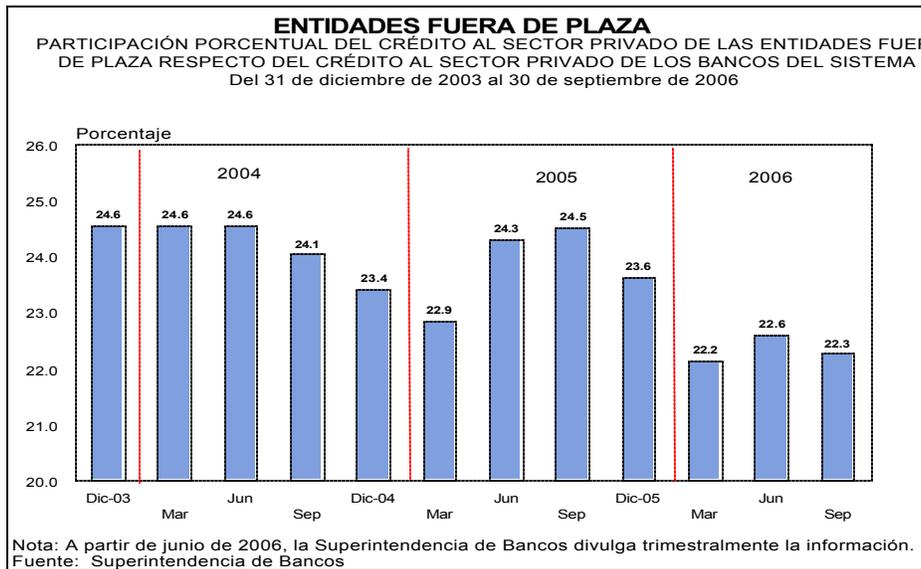
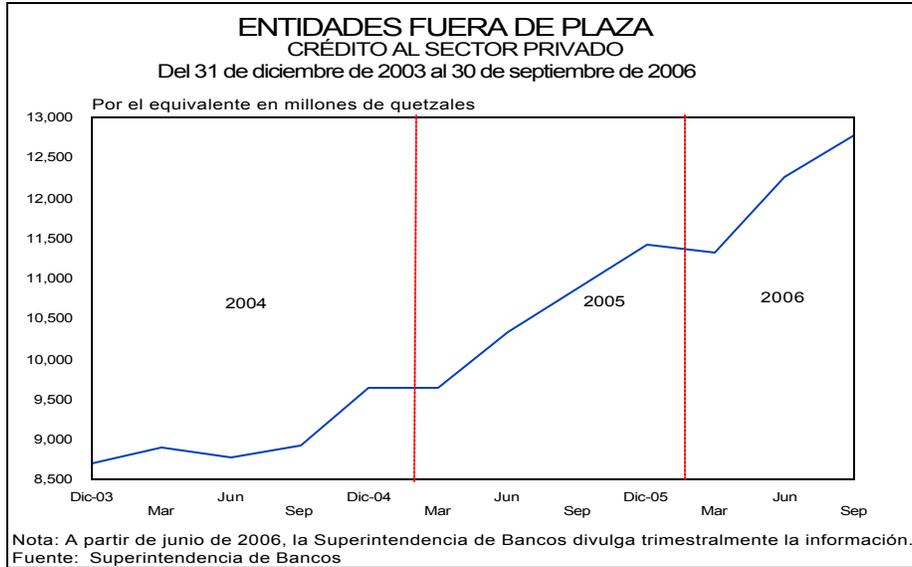


b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado, al 30 de septiembre de 2006, muestra un saldo por el equivalente en Q12,762.7 millones, superior en Q1,348.3 millones (11.8%) al registrado el 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005 el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba 23.6% del total



otorgado por el sistema bancario nacional, en tanto que al 30 de septiembre de 2006, dicha proporción se situó en 22.3%³⁵.



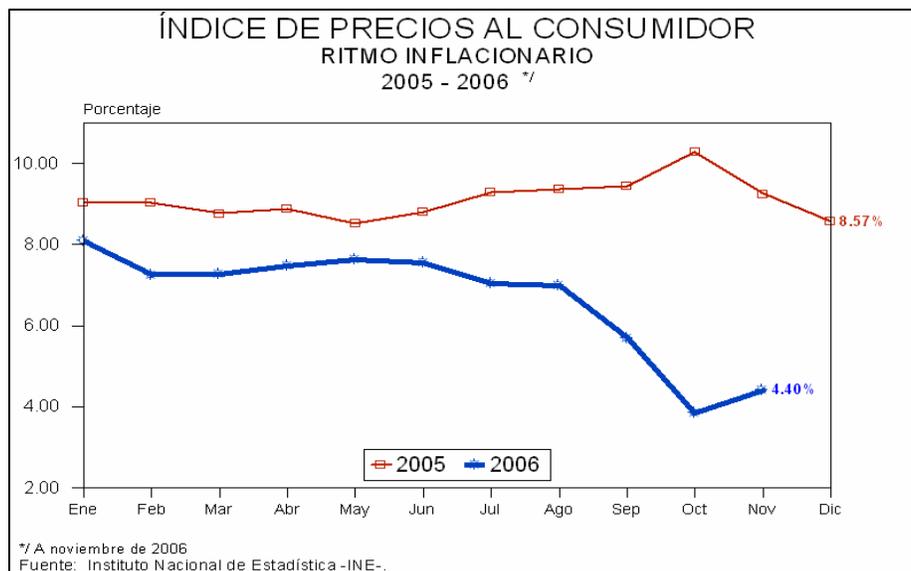
³⁵ Cabe indicar que si se suma el crédito al sector privado de las entidades fuera de plaza a las del sistema bancario nacional, al 31 de diciembre de 2005, el crédito al sector privado de dichas entidades representaba un 19.1% del total, mientras que al 30 de septiembre de 2006 dicha relación se ubicó en 18.2%.

III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

De conformidad con el IPC elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de noviembre de 2006, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 4.40%, porcentaje que se sitúa por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para finales de 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual). El referido porcentaje resulta inferior en 4.85 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2005 (9.25%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a noviembre de 2006 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 4.00%, que explica el 39.71% de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación, las variaciones interanuales en el índice de los grupos de gasto *Frutas frescas, secas y en conserva* (12.46%); *Pan y cereales* (7.89%); *Comidas preparadas fuera del hogar* (3.82%); y, *carnes* (3.53%). A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual fueron



el pan (15.77%); la carne bovina (5.74%); y, los desayunos o cenas (5.29%), que en conjunto representan el 27.68% del total de la inflación a noviembre de 2006. Por su parte, el grupo de gasto *Hortalizas, legumbres y tubérculos* registró una reducción de 6.11%.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%), registró a noviembre una variación interanual de 3.45% y explicó el 7.82% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, principalmente, los aumentos en los precios medios del *transporte aéreo* (41.53%); el *servicio de correo internacional* (11.01%); y, el *transporte extraurbano* (1.65%), incrementos asociados al comportamiento en el precio internacional del petróleo.

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%), registró una variación interanual de 5.35% y explicó el 11.08% del ritmo inflacionario total. Destacan en esta división las alzas en el servicio de electricidad (8.43%); *alquileres reales de vivienda* (5.49%); y, el *gas propano* (3.28%).

Por su parte, la división de gasto **Recreación y cultura** (ponderación 6.83%), registró una variación interanual de 6.61% y explica el 9.66% del total del ritmo inflacionario, destacando el alza en los *viajes de paseo dentro del país* (27.57%) y los *viajes de paseo fuera del país* (14.14%).

El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 68.27% del ritmo inflacionario observado a noviembre de 2006.



ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Noviembre 2006

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Noviembre 2005	Noviembre 2006	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3
ÍNDICE GENERAL	100.00	145.42	151.82	4.40	4.40	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	164.04	170.60	4.00	1.75	39.71
2. Vestuario y calzado	7.94	124.68	128.30	2.90	0.20	4.49
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	132.71	139.81	5.35	0.49	11.08
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	132.45	139.07	5.00	0.36	8.22
5. Salud	5.48	134.90	143.91	6.68	0.34	7.72
6. Transporte y comunicaciones	10.92	132.95	137.53	3.45	0.34	7.82
7. Recreación y cultura	6.83	137.12	146.18	6.61	0.43	9.66
8. Educación	5.60	143.94	149.86	4.11	0.23	5.18
9. Bienes y servicios diversos	6.53	135.00	141.01	4.46	0.27	6.12

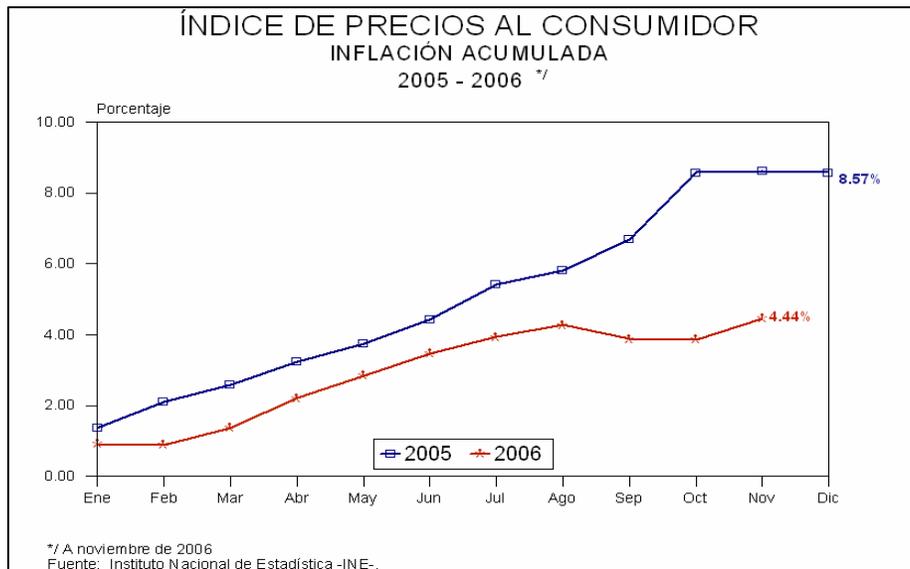
Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

2/Incidencia en la variación.

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

La inflación acumulada a noviembre del presente año, a nivel república, se situó en 4.44%, inferior en 4.17 puntos porcentuales a la registrada al mismo mes del año anterior (8.61%).



A nivel de regiones, la Región VI (Noroccidente) registró el ritmo inflacionario más alto, 5.81%; y, la Región IV (Suroriente) experimentó una variación interanual de 5.49%. Por su parte, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo

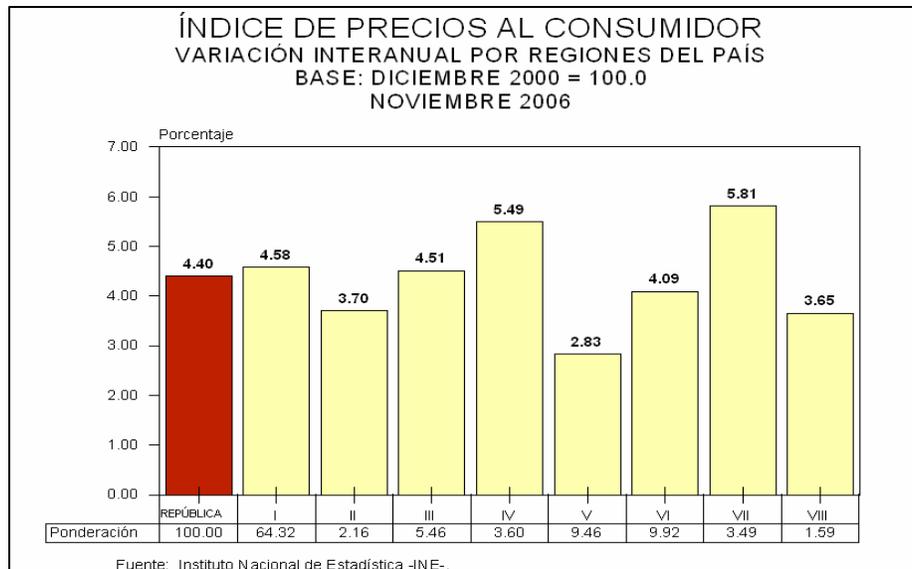


inflacionario de 4.58%, superior en 0.18 puntos porcentuales al promedio a nivel república (4.40%).

En la Región VII (Noroccidente), con una ponderación de 3.49% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio del pan (19.49%); el maíz (16.08%); la carne bovina (11.46%); las especias, aderezos y productos aromáticos (28.25%); la carne de aves (7.44%); los desayunos (4.70%); y, los productos de tortillería (4.70%). Cabe indicar que los incrementos mencionados representan, en conjunto, más del 45.00% de la variación interanual en dicha región.

El incremento observado en la Región IV (Suroriente), con una ponderación de 3.60% obedece, principalmente, al alza registrada en el precio medio del tomate (31.70%); del servicio de electricidad (21.20%); del pan (16.26%); de los productos de tortillería (13.54%); del servicio básico de hospitales (16.24%); y, del pan (16.26%); rubros que, en conjunto, representan el 65.02% de la variación en dicha región.

La variación interanual registrada, en la Región I (Metropolitana), con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en los precios medios del pan (21.57%); del transporte aéreo (41.53%); de los viajes de paseo dentro del país (40.91%); de la reparación y mantenimiento de vehículos (11.66%); y, de los alquileres de vivienda (4.53%), productos que en conjunto explican el 51.09% del total de la variación interanual observada.

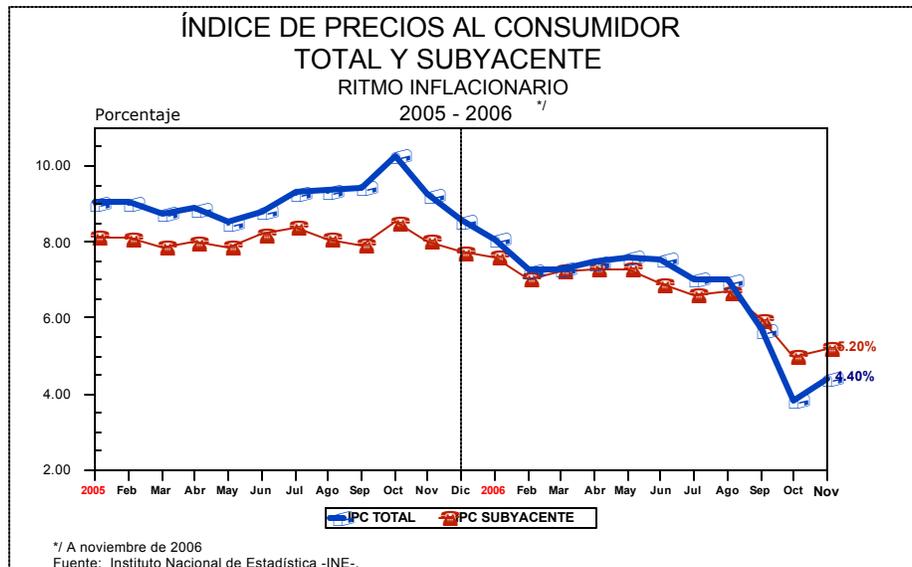


2. Inflación subyacente

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

En tal sentido, la inflación subyacente, a nivel república, registró a noviembre de 2006 una variación interanual de 5.20% (8.03% a noviembre de 2005), superior en 0.80 puntos porcentuales respecto a la inflación total (4.40%).

En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante la evolución de los precios del pan; del transporte aéreo; de los viajes de paseo dentro del país; del servicio de electricidad; y, de los alquileres de vivienda, los que en conjunto explican el 38.50% de la inflación subyacente a noviembre de 2006.



3. Inflación importada

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

Para efectos de análisis, la inflación importada se divide en directa e indirecta. La directa se refiere al efecto que el precio internacional del petróleo tiene sobre los precios de 32 bienes y servicios de la canasta básica, que en su estructura de costos hacen uso intensivo de productos derivados del crudo. El cálculo de la misma es posible realizarlo, dado que la información estadística de las cuentas nacionales, bajo el enfoque del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93-, cuarta revisión, ya permite contar con la estructura de costos de producción de dichos bienes y servicios.

Por su parte, la inflación importada indirecta, se refiere al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.

METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA INFLACIÓN IMPORTADA DIRECTA

Para llevar a cabo el cálculo de la inflación importada directa se utiliza la estructura de consumo intermedio del año base 2001 del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93-, cuarta revisión, para lo cual se establecen los porcentajes que los insumos derivados del petróleo representan dentro de los costos de producción de 32 bienes y servicios.

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

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

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

Se obtiene el nuevo índice para los 32 gastos básicos.

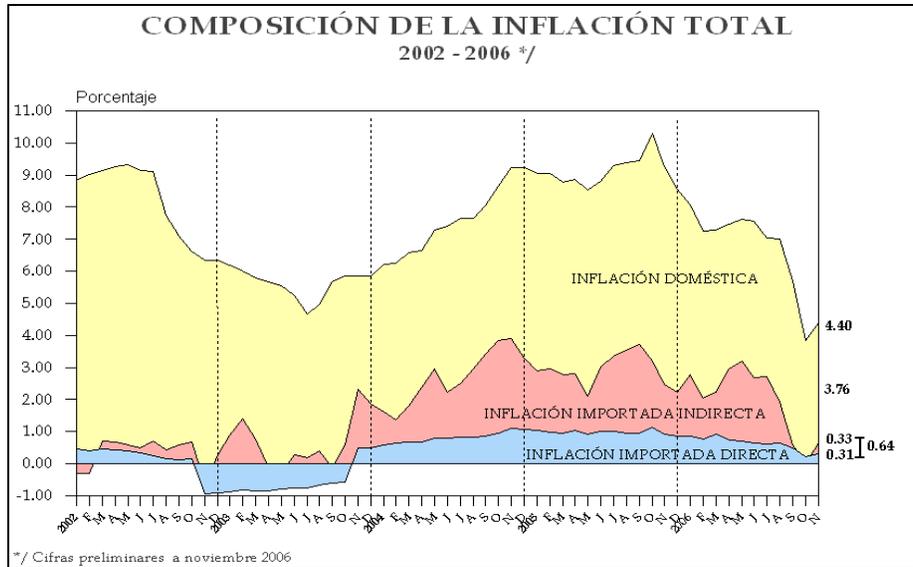
$$I_a = I_{a-1} \left[1 + \left(\frac{VINDP}{100} \right) \right]$$

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

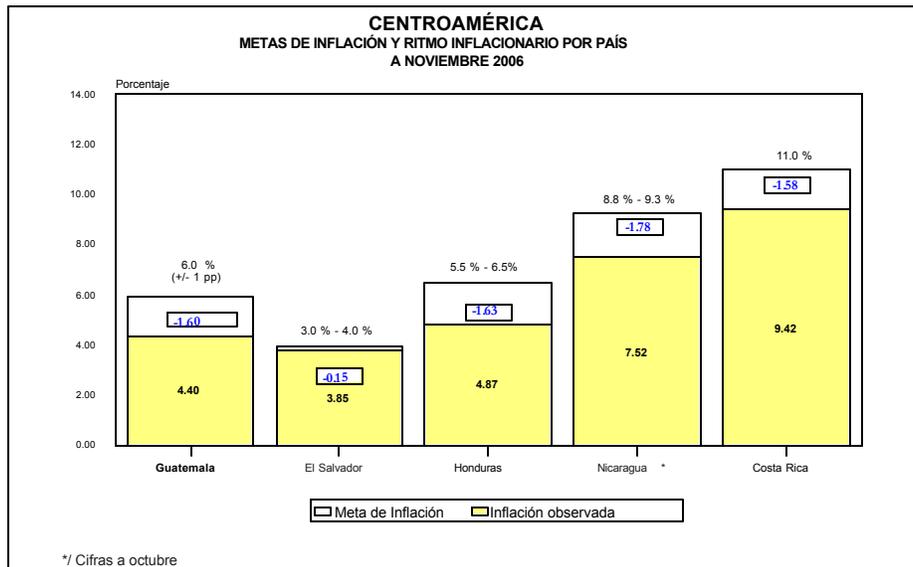
Posteriormente, se forma un nuevo índice de precios, el cual deriva de la consolidación de los nuevos índices de los 32 bienes o servicios (que ya no incluyen el efecto de la variación de precios de los derivados del petróleo) con los índices de los 186 bienes y servicios restantes que conforman el IPC.

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

A noviembre de 2006, principalmente por la desaceleración en el precio internacional del petróleo y de la inflación de los principales socios comerciales, así como de la apreciación del tipo de cambio nominal, la inflación importada explica 0.64 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (4.40%), de los cuales 0.33 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 0.31 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta.



Por último, cabe indicar que en todos los países centroamericanos, el ritmo inflacionario se sitúa dentro de sus respectivas metas de inflación para 2006.



4. Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2006 y de 2007

a) Método 1

La metodología empleada por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala para llevar a cabo el



pronóstico mensual de inflación consiste en el uso de modelos de series de tiempo univariadas, cuyos pronósticos dependen únicamente del comportamiento histórico de la variable a pronosticar.

Dicha metodología consta de tres etapas. En la primera, la información mensual de inflación se separa en un componente tendencial y en un componente cíclico por medio del filtro de *Hodrick-Prescott*. En la segunda etapa, cada elemento se estima y se pronostica por separado por medio de un modelo Autoregresivo Integrado de Promedios Móviles (ARIMA, por sus siglas en inglés). Cabe indicar que el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente tendencial es Autoregresivo de orden cuatro AR(4); es decir, que dicho componente es función de sus cuatro rezagos inmediatos.

Por su parte, el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente cíclico es un modelo Autoregresivo de Promedios Móviles (ARMA, por sus siglas en inglés) de orden dos-tres; es decir, que dicho componente es función de sus dos rezagos inmediatos y de tres rezagos del término de error (et).

En la tercera etapa, se pronostica tanto el componente tendencial como el componente cíclico y se obtiene el pronóstico de inflación total, el cual se calcula por medio de la sumatoria de los pronósticos de ambos componentes.

De acuerdo con los pronósticos de inflación obtenidos por este método, el ritmo de inflación interanual sería de 4.86% para diciembre de 2006, mientras que para diciembre de 2007 sería de 4.98%.

b) Método 2

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



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

Finalmente, en la tercera etapa se integran los pronósticos de los nueve rubros que componen el IPC, por medio de la aplicación del peso que cada rubro tiene en dicho índice.

Con este método, para diciembre de 2006 se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 4.99%. Dicha estimación se explicaría, fundamentalmente, por el comportamiento del precio internacional del petróleo que, según estimaciones de *Global Insight*, se esperaba se sitúe, en promedio, en alrededor de US\$61.00 por barril.

Para diciembre de 2007, se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 5.07% respecto de 2006.

5. Pronósticos de mediano plazo, Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- (cuarto corrimiento)

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en el corrimiento correspondiente al cuarto trimestre de 2006 y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos.

a) Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un “diagrama de abanico”, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información conocida en el presente. A partir de esta función de densidad se puede conocer la probabilidad condicional de que la variable asuma valores en

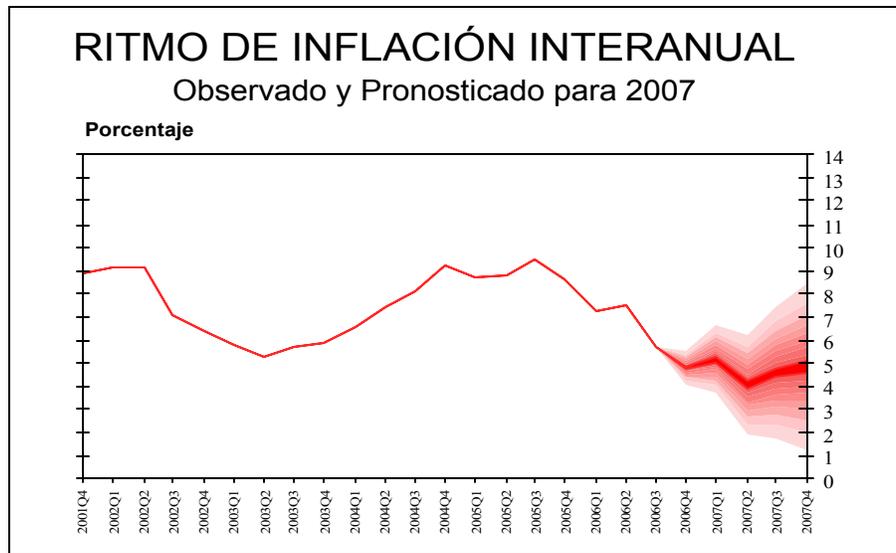


intervalos particulares en cualquier período del horizonte de pronóstico. Dichas probabilidades se interpretan como "el riesgo" de que la variable asuma ciertos valores en un horizonte determinado. El diagrama de abanico se construye utilizando insumos provenientes del MMS, así como de información subjetiva con respecto al pronóstico. La información que proviene del MMS es la siguiente: i) valores históricos de la inflación; ii) pronóstico trimestral de la misma para 2006 y 2007; iii) desviación estándar histórica del error de pronóstico de inflación; iv) listado de variables exógenas que podrían afectar la inflación durante los próximos dos años; v) desviación estándar histórica de cada variable exógena; y, vi) efecto de cada variable exógena en la inflación. Por su parte, la información subjetiva que se requiere para la construcción del diagrama de abanico es la siguiente: i) la probabilidad de que cada variable exógena se encuentre por arriba de su pronóstico modal en un futuro³⁶; y, ii) la distribución del sesgo de pronósticos a lo largo de cada año.

El área más oscura del diagrama de abanico indica la senda que con mayor probabilidad puede recorrer la inflación. Se interpreta como el pronóstico modal, dado que es el valor que maximiza la función de densidad en cada período del horizonte de pronóstico.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2006-2007, generado por el cuarto corrimiento del MMS en 2006. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación se incrementa conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2006 es de 4.80%; mientras que para el cuarto trimestre de 2007 es de 4.83%.

³⁶ El pronóstico modal de una variable se refiere al pronóstico con mayor probabilidad de ocurrencia.



Como se indicó, existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2006 y para 2007 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de densidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado anteriormente.

Por su parte, las principales variables exógenas en el MMS son las siguientes: i) la prima por riesgo país; ii) la inflación externa; iii) la tasa de interés externa; iv) el producto interno bruto externo; y, v) el precio internacional del diesel. Para efectos del MMS, todas las variables externas corresponden a los Estados Unidos de América. En el caso del pronóstico de la variable tasa de interés externa la fuente es *The Financial Forecast Center* y el pronóstico del precio internacional del diesel se obtienen de *Global Insight*. La fuente de información sobre los pronósticos de las variables externas restantes es *Consensus Forecast*. Dichas empresas se especializan en la elaboración de pronósticos de variables económicas y financieras.

b) Balance de riesgos

En los cuadros siguientes se muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; es decir, la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de ciertos rangos.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2006			
Meta	6%		
Margen de Holgura	± 1%		
	Pronóstico en		
	2006Q3	2006Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	6.73%	4.80%	-1.93%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	54%	50%	-4.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		
	2006Q3	2006Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [5\%, 7\%]$)	56.8%	32.32%	-24.48%
P($\pi \geq 7\%$)	41.7%	0.0%	-41.70%
P($\pi < 5\%$)	1.5%	67.67%	66.17%

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2007			
Meta	5%		
Margen de Holgura	± 1%		
	Pronóstico en		
	2006Q3	2006Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	5.78%	4.83%	-0.95%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	56%	50%	-6.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		
	2006Q3	2006Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [4\%, 6\%]$)	31.0%	35.26%	4.26%
P($\pi \geq 6\%$)	50.0%	29.62%	-20.4%
P($\pi < 4\%$)	19.0%	35.17%	16.2%

Como se observa en el cuadro del lado izquierdo, la meta de inflación interanual para el cuarto trimestre de 2006 es de 6% \pm 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2006, existe un 32.32% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria, la probabilidad de que la tasa en cuestión se encuentre por encima de la meta es cero y existe un 67.67% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria.

Por su parte, en el cuadro del lado derecho se muestra el balance de riesgos del pronóstico de inflación interanual para el cuarto trimestre de 2007. Como se observa en dicho cuadro, la meta de inflación interanual para el cuarto trimestre de 2007 es de 5% \pm 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2006, existe un 35.26% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se



encuentre dentro de la meta de política monetaria, un 29.62% de probabilidad de que la tasa en cuestión se encuentre por encima de la meta y un 35.17% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria.

Es pertinente mencionar que el MMS se encuentra en proceso de afinamiento, identificándose las tareas pendientes siguientes ³⁷:

- i) Revisar la calibración;
- ii) Generar consenso acerca de las propiedades del modelo; y,
- iii) Elaborar un informe acerca de las propiedades del modelo.

En cuanto a la revisión de la calibración del modelo, se tiene previsto realizarla en el primer trimestre de 2007. La elaboración del informe sobre las propiedades del MMS se estaría completando en el primer semestre de 2007; la divulgación posterior de dicho documento conduciría a la generación del consenso acerca de las propiedades del modelo.

Adicionalmente, el doctor Sebastián Edwards identificó algunos aspectos de especificación del MMS que, a su juicio, es conveniente modificar³⁸. Tales aspectos son los siguientes:

- i) Incorporar un mecanismo directo de *pass-through* del tipo de cambio nominal;
- ii) Incorporar de manera más explícita los precios externos y los términos de intercambio;
- iii) Desarrollar una versión más flexible de curva de rendimientos;
- iv) Incrementar el nivel de la tasa de interés neutral de política en estado estacionario;
- v) Afinar la relación entre la tasa de interés líder y el tipo de cambio nominal; y,

³⁷ Para la identificación de las tareas pendientes en cuanto al MMS, fue sumamente valioso contar con los puntos de vista del consultor Jan Vıcek, quien visitó el Banco de Guatemala del 8 al 12 de mayo de 2006, como parte de la asistencia técnica que el FMI está proveyendo al Banco de Guatemala en materia de metas explícitas de inflación.

³⁸ Edwards, Sebastián (2006). Política Monetaria en Guatemala 2004-2006: Evaluación y Perspectivas Futuras. Noviembre 4. Págs. 69 a 73.



- vi) Revisar la metodología para determinar los componentes tendenciales de algunas variables clave en el modelo.

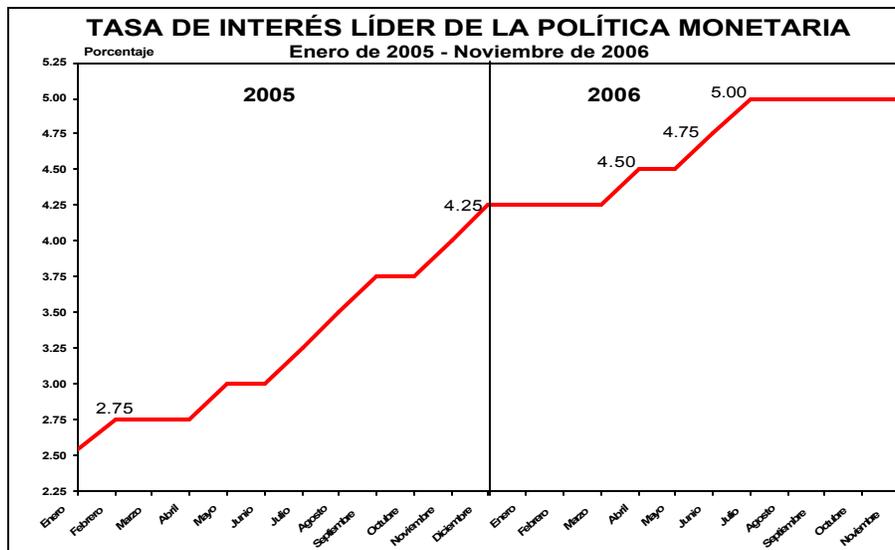
Con relación a las observaciones citadas, se considera que a finales del segundo trimestre de 2007 se estaría concluyendo la evaluación de cada uno de los aspectos citados y, de ser el caso, podrían incorporarse las modificaciones al modelo que se estimen convenientes.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs-

a) En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2006, en las OEMs de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, la tasa de interés de Certificados de Depósito a Plazo -CDPs- a 7 días (tasa de interés líder de la política monetaria) registró tres alzas nominales de 25 puntos básicos, al pasar de 4.25% a 4.50% el 27 de abril, de 4.50% a 4.75% el 22 de junio y de 4.75% a 5.00% el 27 de julio, como resultado de las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria el 26 de abril, el 21 de junio y el 26 de julio, con el propósito de coadyuvar a abatir las expectativas inflacionarias.





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

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, determinó que, a partir de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación cada lunes a plazos de 91 días y 364 días y cada viernes a plazos de 182 días y 728 días. Posteriormente, estableció que a partir del 20 de enero la licitación de los viernes se limitara al plazo de 182 días.

Asimismo, determinó que a partir del 27 de marzo, con el propósito de fomentar la competencia en el mecanismo de licitaciones, se redujera la frecuencia de éstas a una por semana (los lunes) y que los plazos se licitaran de forma alterna; es decir, 91 días y 364 días en una semana y 182 días y 364 días en la semana siguiente. El propósito de esta última medida se relaciona con el hecho de que el esquema monetario de metas explícitas de inflación requiere de un marco operacional basado en la realización de OEMs en condiciones de mercado que no sólo motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos, sino que, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos, a fin de que el Banco Central envíe señales claras al mercado de dinero sobre la orientación de su política, así como recibir de éste aquella información que le permita disponer de elementos adicionales para la toma de decisiones. Posteriormente, el Comité de Ejecución tomando en consideración, por una parte, las condiciones favorables en el mercado de dinero y, por la otra, la estrategia de trasladar liquidez a mediano plazo, acordó que a partir del 31 de julio no se



convocara a licitaciones al plazo de 91 días, el cual se sustituyó por el plazo de 182 días.

En ese contexto, se estima que las medidas adoptadas durante el presente año, relativas a la reducción de la frecuencia de licitaciones, contribuirán, conjuntamente con las mejoras a los procedimientos operativos relacionados con la expedición de certificados de depósitos a plazo por fecha de vencimiento y la transferencia de titularidad de los depósitos a plazo en custodia en el Banco Central, a estimular el mercado de los CDPs del Banco de Guatemala.

Posteriormente, el Comité de Ejecución, tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas agotó su cupo de colocación de Bonos del Tesoro correspondiente a 2006, lo que genera un espacio en el mercado para las colocaciones de CDPs de largo plazo que permite extender el perfil de vencimientos de dichas operaciones, propiciando así el traslado de la liquidez de corto plazo a plazos más largos, determinó que el Banco de Guatemala convocara, a partir del 21 de noviembre de 2006, a licitación de CDPs a plazos de 1092 días (3 años), de 1820 días (5 años) y de 2548 días (7 años), sin cupos preestablecidos, para que los vencimientos de las colocaciones que se realicen coincidan con los vencimientos de las colocaciones efectuadas durante noviembre y diciembre de 2005 (en 2009, 2011 y 2013), lo cual permitirá la comparación en el mercado secundario de los CDPs, a plazos largos, expedidos durante 2005 con los que se expidan en 2006 y de esa manera se iría profundizando dicho mercado. Para el efecto, el Comité de Ejecución tomó en cuenta: que dado que el Banco de Guatemala tiene una posición deudora estructural frente al sistema financiero y al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social -IGSS-, la colocación de CDPs a plazos largos permite que el Banco Central adopte una posición menos deudora frente a dicho sistema en la ejecución cotidiana de la política monetaria; que una prudente administración de los pasivos monetarios del Banco de Guatemala implica diversificar los plazos de los mismos; y, que con las colocaciones de CDPs a largo plazo se busca reducir la vulnerabilidad de la política monetaria en el corto plazo, dado que montos superiores al manejo normal de liquidez coyuntural manifestada, especialmente en los vencimientos del plazo de 7



días, le resta efectividad a la política monetaria, por lo que se considera necesario trasladar parte de este saldo a plazos mayores, para moderar las presiones de liquidez de corto plazo.

En la tabla siguiente se observa que las tasas de interés promedio ponderado han mostrado estabilidad para los plazos de 91 y 182 días y un leve comportamiento a la baja para el plazo de 364 días. Por su parte, las adjudicaciones a plazos largos solamente se realizaron al plazo de 2548 días (8 años).

**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO
DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
EN LICITACIÓN**

DE ENERO A NOVIEMBRE 2006 ^{a/}
- En Porcentajes -

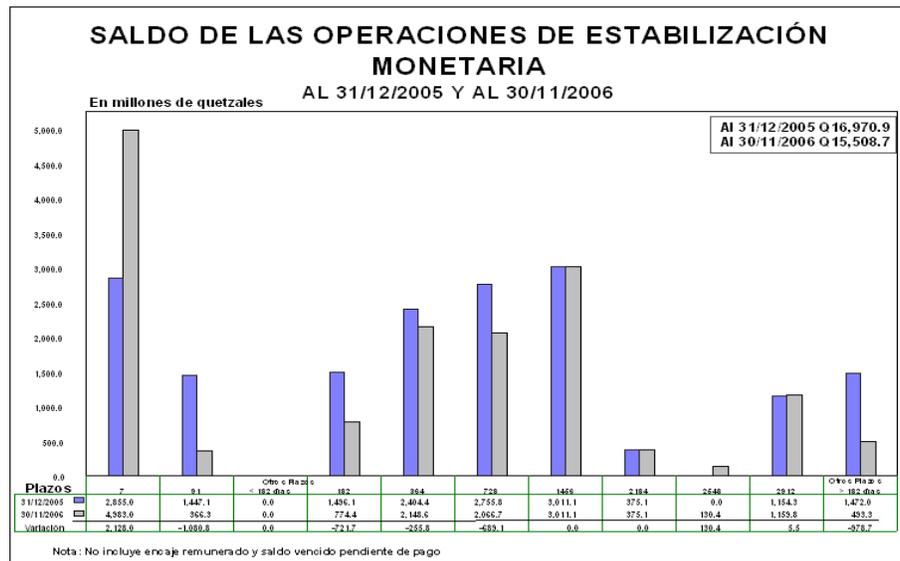
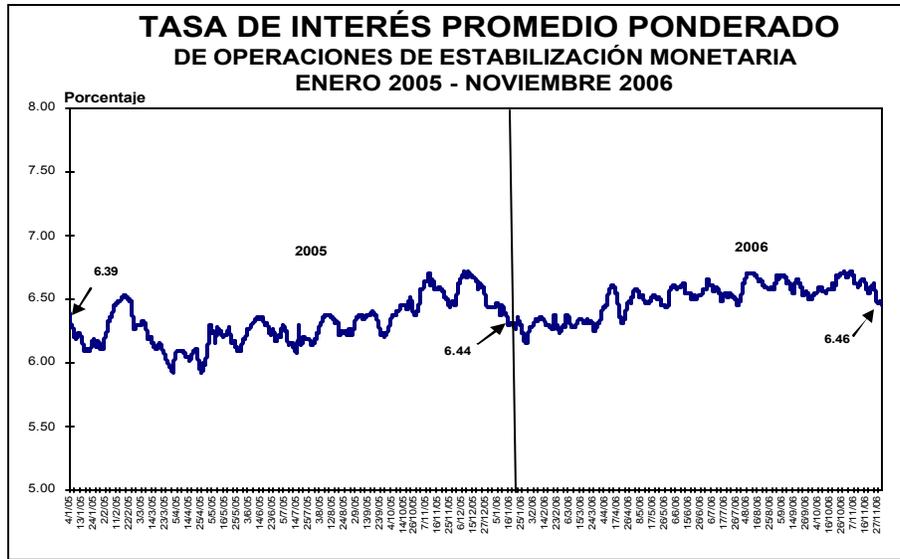
PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
91 ^{b/}	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	-	-	-	-
182	5.50	5.50	5.50	5.47	5.50	-	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
364	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.21	6.22	6.21	6.19	6.18	6.16
728 ^{c/}	7.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,548	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.00

a/ Datos al 27/11/2006

b/ Para el plazo de 91 días se dejó de convocar a licitación a partir del 31 de julio

c/ Para el plazo de 728 días se dejó de convocar a licitación a partir del 16 de enero

La tasa de interés promedio ponderado del saldo de las OEMs durante el período del 31 de diciembre de 2005 al 30 de noviembre de 2006 mostró un leve comportamiento al alza, al pasar de 6.44% a 6.46%, como consecuencia tanto del incremento de la tasa de interés líder de la política monetaria como de la disminución del saldo de las OEMs en los plazos de 91, 182, 364 y 728 días. En las gráficas siguientes se muestra, por una parte, el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderado de enero de 2005 a noviembre de 2006 y, por la otra, se comparan los saldos de las OEMs entre el 31 de diciembre de 2005 y el 30 de noviembre de 2006.

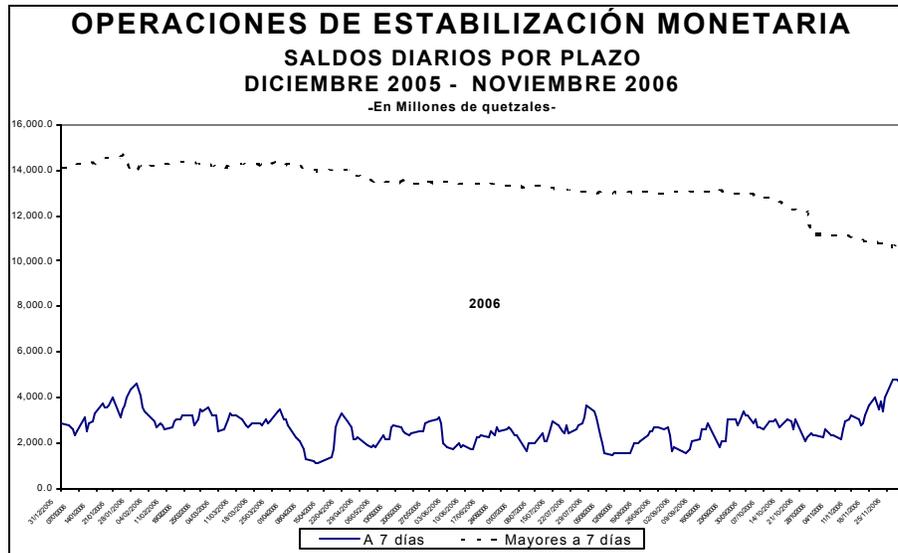


Al analizar las OEMs por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de política monetaria) y a plazos mayores. Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente en plazos mayores a 7 días, alcanzando un máximo de Q14,672.0 millones el 24 de enero de 2006 y un mínimo de Q10,525.7 millones el 30 de noviembre de 2006.

Por su parte, el saldo de las operaciones a 7 días, al 30 de noviembre de 2006, registraron un nivel máximo de Q4,983.0 millones y al 11



de abril de 2006 un nivel mínimo de Q1,064.1 millones. El saldo total de las OEMs registrado al 30 de noviembre de 2006 ascendió a Q15,508.7 millones, del cual Q4,983.0 millones (32.1%) corresponde al plazo de 7 días.



Por otra parte, en cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés de 7.65%. Cabe mencionar que durante 2006 se redujo la brecha entre la tasa de interés líder activa (de inyección) y la pasiva (de captación), de 3.40 puntos porcentuales a 2.65 puntos porcentuales, derivado de los tres incrementos de 25 puntos básicos a la tasa de interés líder de política monetaria aprobados por Junta Monetaria el 26 de abril, el 21 de junio y el 26 de julio de 2006.

b) En moneda extranjera

El Comité de Ejecución, tomando en consideración el monto significativo de vencimientos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, decidió que el Banco de Guatemala convocara a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América una vez por semana. En ese sentido, el 18 y el 25 de enero, el 1 de febrero, el 5 de abril, el 10 de mayo, el 7, el 14 y el 28 de junio, el 5, el 12 y el 19 de julio, el 2 y el 9 de



agosto convocó a licitación de depósitos a plazo a 91 días y a 364 días; mientras que el 21 y 23 de junio convocó a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días. Cabe señalar que de las demandas presentadas (US\$18.0 millones), no se adjudicó monto alguno en las referidas licitaciones.

2. Tasa de interés parámetro

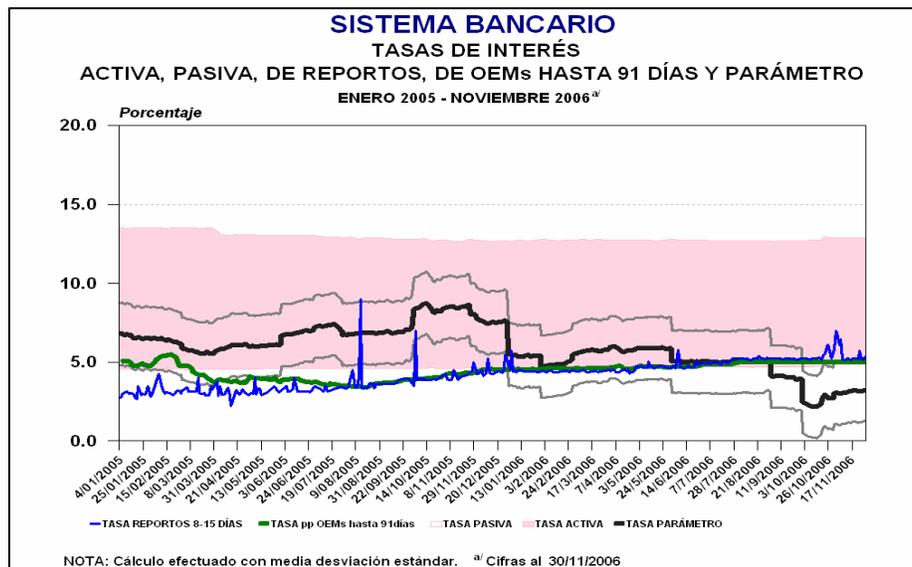
La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”³⁹, que incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal, de manera que la tasa de interés resultante indique los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 establece que la tasa parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

Al 30 de noviembre de 2006, la tasa de interés parámetro se situó en 3.21% y sus límites superior e inferior, calculados con media desviación estándar, se situaron en 5.19% y 1.24%, respectivamente. Cabe indicar que de enero a septiembre la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días así como la tasa de interés para las operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días se mantuvieron dentro de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro; sin embargo, a partir de octubre la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días se ubicó por encima del límite superior del margen de tolerancia de dicha tasa parámetro; en tanto que la tasa de interés de operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días se situó alrededor del límite superior. En efecto, al 30 de noviembre la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días se ubicó en 5.33% mientras que la tasa de interés promedio ponderado para las operaciones de

³⁹ 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”.

estabilización monetaria de hasta 91 días plazo se situó en 5.00%, lo anterior indica que la política monetaria a la referida fecha, debía ser invariable.

Es pertinente comentar que la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días en la última semana de octubre de 2006, mostró un comportamiento al alza, asociado, fundamentalmente, al cambio en las expectativas de los depositantes a partir de la suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A. que generó posiciones temporales de iliquidez en algunas instituciones bancarias.



Cabe mencionar que, a partir de junio de 2006, para monitorear la orientación de política monetaria, la tasa de interés parámetro se ha comparado con la tasa de interés para las operaciones de reporto para plazos de entre 8 y 15 días y con la tasa de interés promedio ponderado para las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días, utilizando para el efecto un margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro de media desviación estándar, valor que demostró ser una medida apropiada con respecto al primer semestre del año, cuando el margen de tolerancia era de una desviación estándar.

En adición al margen de tolerancia, cabe indicar que aún hay espacio para afinar el cálculo de la tasa de interés parámetro. Al respecto, en



opinión de expertos internacionales, como el doctor Sebastián Edwards, y de acuerdo con la experiencia de los países que aplican el esquema de metas explícitas de inflación y que utilizan como herramienta de política monetaria la Regla de Taylor, el componente de las desviaciones de la inflación observada con respecto de su meta debe tener una ponderación mayor a la unidad (por lo general, 1.5), mientras que el componente de la brecha del producto (diferencia entre el producto interno bruto observado y el potencial), una ponderación considerablemente menor a la unidad, reflejando así la mayor preferencia de los bancos centrales por cumplir su meta de inflación. En el caso de Guatemala, la ponderación de la desviación de la inflación respecto de su meta en la tasa de interés parámetro es de 1.33, la cual se considera baja si se compara, como se indicó, con parámetros de otros bancos centrales que operan en economías pequeñas y abiertas.

3. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna

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

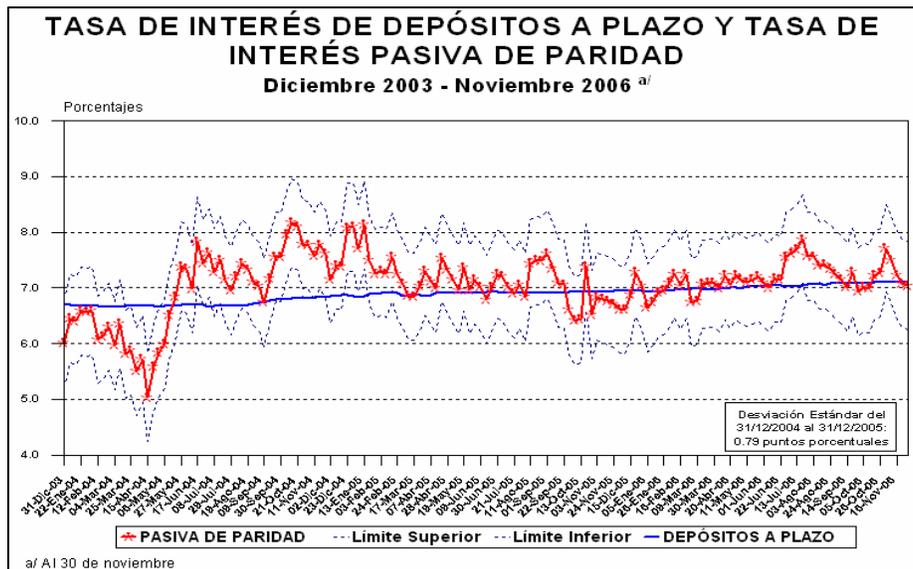
Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable a la tasa de interés pasiva doméstica en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema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

A noviembre de 2006, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), con excepción de las primeras tres semanas de enero; la primera quincena de marzo; la última semana de septiembre; la primera quincena de octubre; y, las últimas dos semanas de noviembre, fue inferior a la tasa pasiva de paridad. Al 30 de noviembre de 2006, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo alcanzó 7.11%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.04%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación aconsejaría a los agentes económicos que a noviembre de 2006 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad⁴⁰, la misma se ubicó a noviembre de 2006 dentro de dicho margen, por lo que la orientación de la misma indicaba que la política monetaria se mantuviera invariable.



⁴⁰ La Junta Monetaria en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, por medio de la cual, entre otros aspectos, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, acordó que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- una desviación estándar. Con información semanal comprendida entre el 31 de diciembre de 2004 y el 31 de diciembre de 2005, se estableció que una desviación estándar equivale a 0.79 puntos porcentuales.



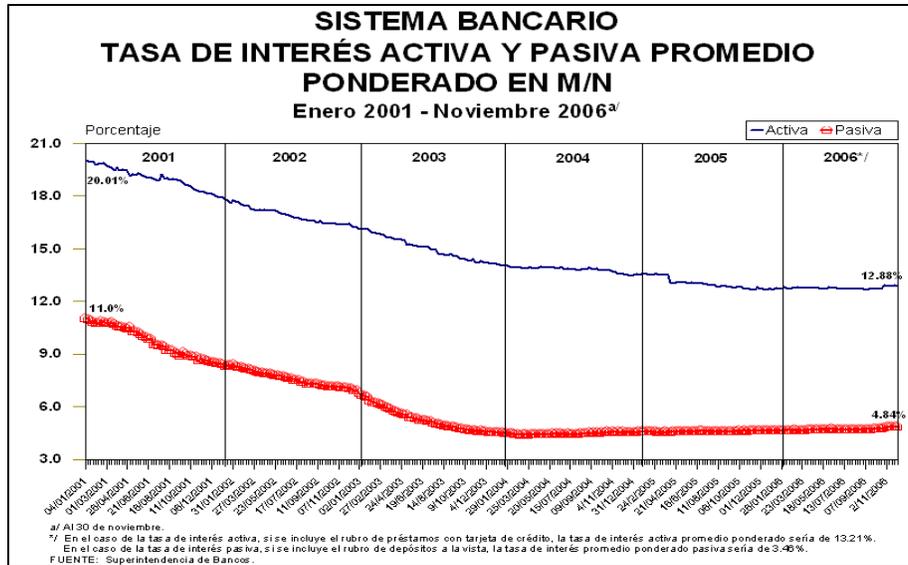
Cabe señalar que al evaluar la orientación de política monetaria que ha brindado la tasa pasiva de paridad en 2006, se observa que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de +/- una desviación estándar (equivalente a 0.79 puntos porcentuales) de la tasa de interés pasiva de paridad, la misma se ha ubicado, durante casi todo el año dentro del referido margen, por lo que la orientación de política monetaria de dicha tasa de interés ha sido mantener invariable la citada política. En ese sentido, se considera que la referida orientación pudo estar influenciada por un margen de tolerancia muy amplio, dada la estabilidad que se ha observado en la tasa de interés para los depósitos a plazo, situación que aconsejaría reducir dicho margen de tolerancia.

4. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario ⁴¹

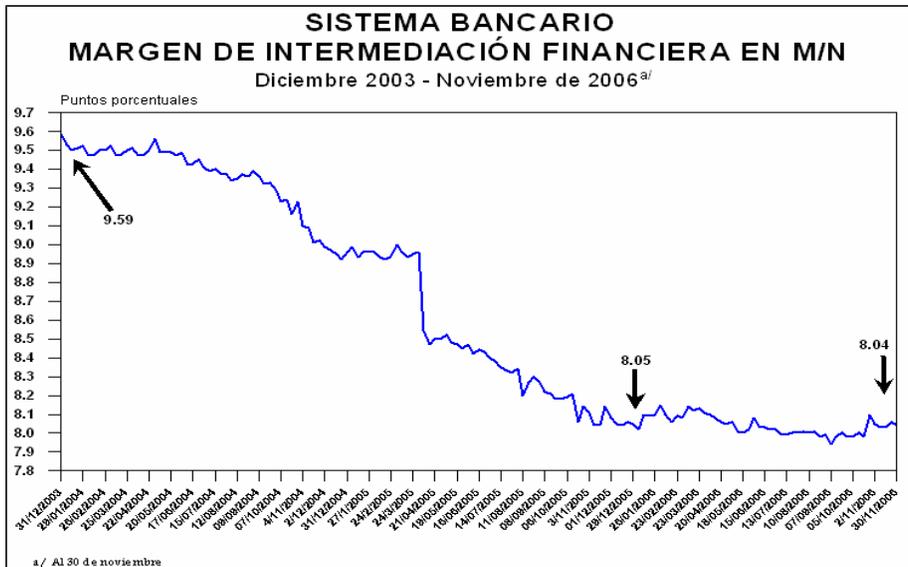
a) En moneda nacional

De enero a noviembre de 2006, las tasas de interés promedio ponderado registraron un comportamiento estable con una leve tendencia hacia al alza. En efecto, la tasa de interés activa promedio ponderado, al 30 de noviembre se situó en 12.88%, superior en 0.21 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2005 (12.67%); mientras que la tasa de interés pasiva promedio ponderado, se ubicó en 4.84%, superior en 0.22 puntos porcentuales respecto de la registrada al 31 de diciembre de 2005 (4.62%).

⁴¹ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente al rubro de financiamiento con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. En el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente a los depósitos a la vista.



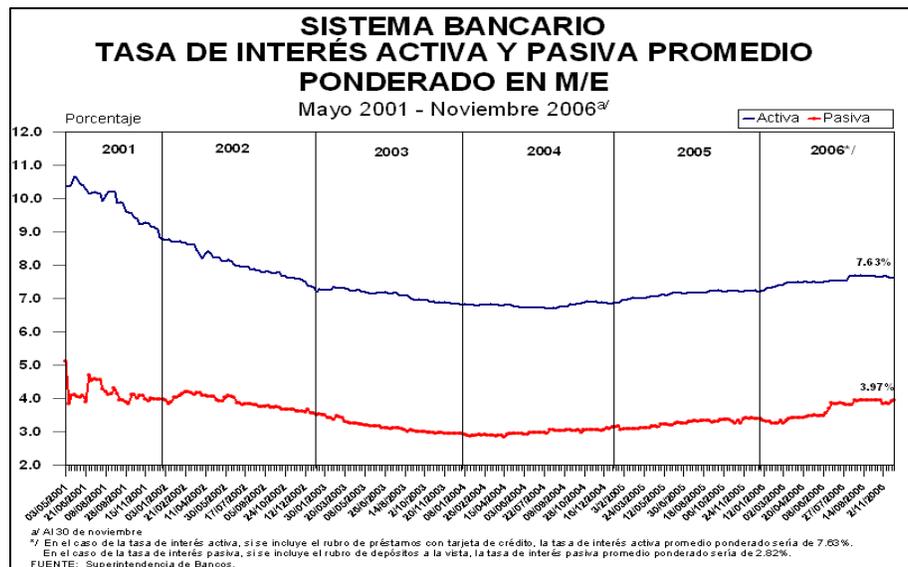
Al 30 de noviembre de 2006, el margen de intermediación financiera en moneda nacional se situó en 8.04 puntos porcentuales, levemente inferior en 0.01 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2005 (8.05 puntos porcentuales).



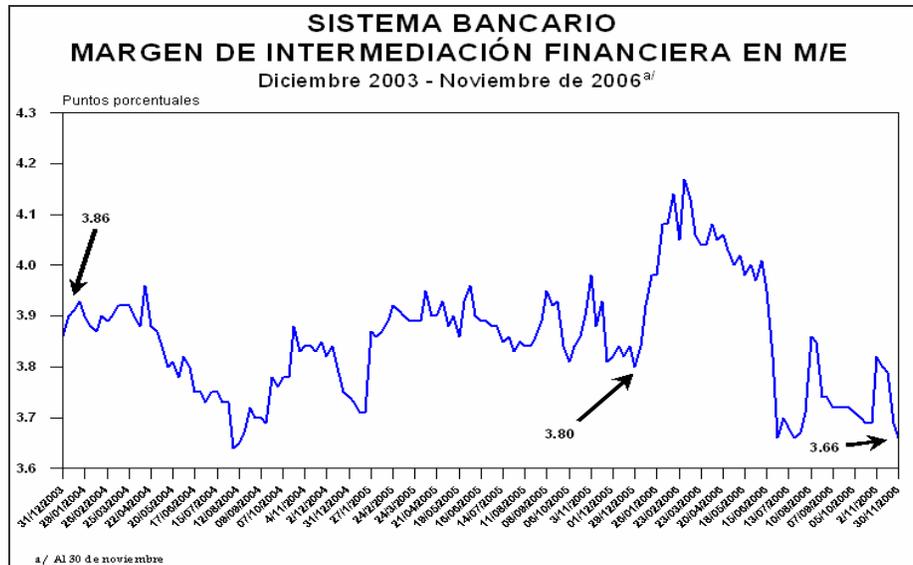
b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, durante el período de enero a noviembre de 2006, han mostrado un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés

activa, promedio ponderado, al 30 de noviembre se situó en 7.63%, superior en 0.42 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2005 (7.21%); mientras que la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, mostró una mayor variación al situarse en 3.97% (3.41% a diciembre de 2005). Cabe indicar que el incremento en la tasa de interés pasiva promedio ponderado, se asocia a que en las últimas semanas de junio de 2006, se observó un aumento de las colocaciones de las obligaciones financieras en circulación en moneda extranjera a tasas de interés más elevadas.



Al 30 de noviembre, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera se redujo en 0.14 puntos porcentuales, al pasar de 3.80 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 3.66 puntos porcentuales al 30 de noviembre de 2006.



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

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central, en el que se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 9.9% respecto del nivel observado a finales de 2005.

A continuación se presenta el programa monetario al tercer trimestre de 2006.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2006
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2005 AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2006
 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	1610	1991	381
US\$	201	249	48
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2173	-1819	354
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-645	-2957	-2311
1.1. Gobierno Central	71	-1990	-2061
1.2. Resto sector público	-716	-968	-252
2. Posición con bancos y financieras	276	-955	-1231
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	-1	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	276	-954	-1230
3. Otros activos netos	85	377	292
3.1. Gastos y productos	240	329	89
3.2. Activos netos no clasificados	-155	48	203
4. Operaciones de estabilización monetaria	0	1716	1716
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-1888	0	1887
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-562	172	735
Nota:			
OEMs totales	-2604	703	3307

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

1. Monetización externa

El programa monetario previó que al 30 de septiembre de 2006 el nivel de Reservas Monetarias Internacionales Netas aumentaría en Q1,610.0 millones (US\$201.0 millones); sin embargo, al finalizar el referido mes dichas reservas exhibieron un aumento de Q1,991.0 millones (US\$249.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q381.0 millones (US\$48.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se asocia, fundamentalmente, a los ingresos provenientes de las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el mercado cambiario por US\$130.5 millones para moderar la volatilidad en el tipo de cambio nominal, así como a egresos por vencimientos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América que, de conformidad con el programa monetario serían recolocados, situación que no ocurrió.



2. Activos internos netos

a) Posición con el sector público

De enero a septiembre del presente año el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q1,990.0 millones, monto superior en alrededor de Q2,061.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario para dicho período, lo que se explica, principalmente, por el menor uso de depósitos del Gobierno Central, asociado a una menor ejecución del gasto público respecto de lo programado.

Por su parte, la posición del resto del sector público observó una desmonetización por Q968.0 millones, superior en alrededor de Q252.0 millones respecto de lo programado para el 30 de septiembre. Este resultado se explica por el aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q298.0 millones, contrarrestado, parcialmente, por la disminución en sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q46.0 millones.

b) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, al 30 de septiembre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante por Q276.0 millones, derivado de la disminución prevista del monto de encaje bancario en el Banco de Guatemala. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario hasta el tercer trimestre fue desmonetizante en Q955.0 millones, lo que representó una desviación de Q1,231.0 millones por arriba de lo programado. Dicha desviación se asocia, principalmente, al aumento de los depósitos del sistema bancario en el Banco Central (vinculado a un mayor dinamismo de las captaciones bancarias observado al tercer trimestre).

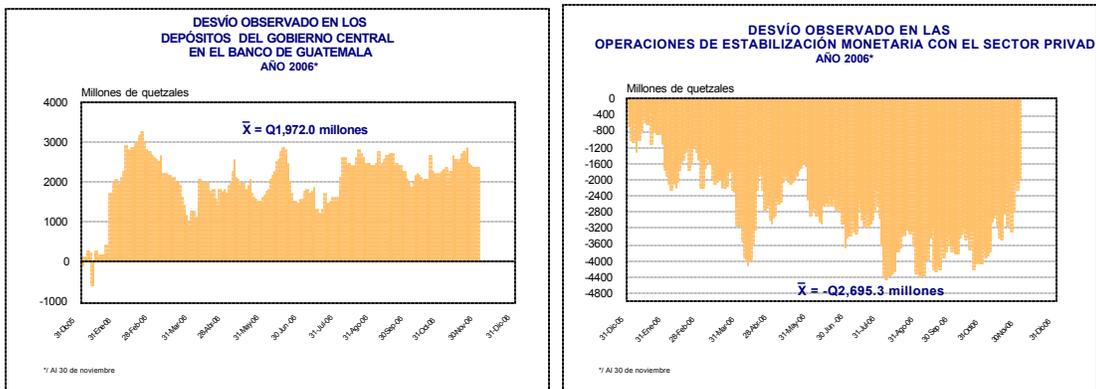
c) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el tercer trimestre fue monetizante en Q329.0 millones, monto superior en Q89.0 millones respecto de lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a que se percibieron menores ingresos respecto de lo programado por concepto de rendimiento de inversiones de las reservas monetarias internacionales netas.

d) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que al 30 de septiembre de 2006 se tendrían que realizar OEMs por Q2,604.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al finalizar el referido mes, el saldo total de las OEMs registró una disminución de Q703.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005, lo que generó una desviación en dicha variable por Q3,307.0 millones. Dicha desviación se explica por la menor realización de OEMs en moneda nacional con el sector privado y bancos del sistema por Q3,605.0 millones, la que fue moderada por las mayores inversiones en CDPs de las entidades públicas por Q298.0 millones.

Por otra parte, cabe indicar que a noviembre de 2006 los esfuerzos de neutralización de liquidez han descansado en el apoyo de la política fiscal a la monetaria, mediante el aumento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por arriba de lo programado (Q1,972.0 millones en promedio), lo que ha compensado el desvío que se ha observado en la menor realización de operaciones de neutralización monetaria respecto de lo programado (Q2,695.3 millones en promedio). Dicho apoyo ha permitido que, al descontar el efecto que por alrededor de Q700.0 millones tuvo el aumento en el numerario en circulación por el aporte del Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA-, derivado de la suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A., el desvío en la emisión monetaria no se incrementara todavía más.

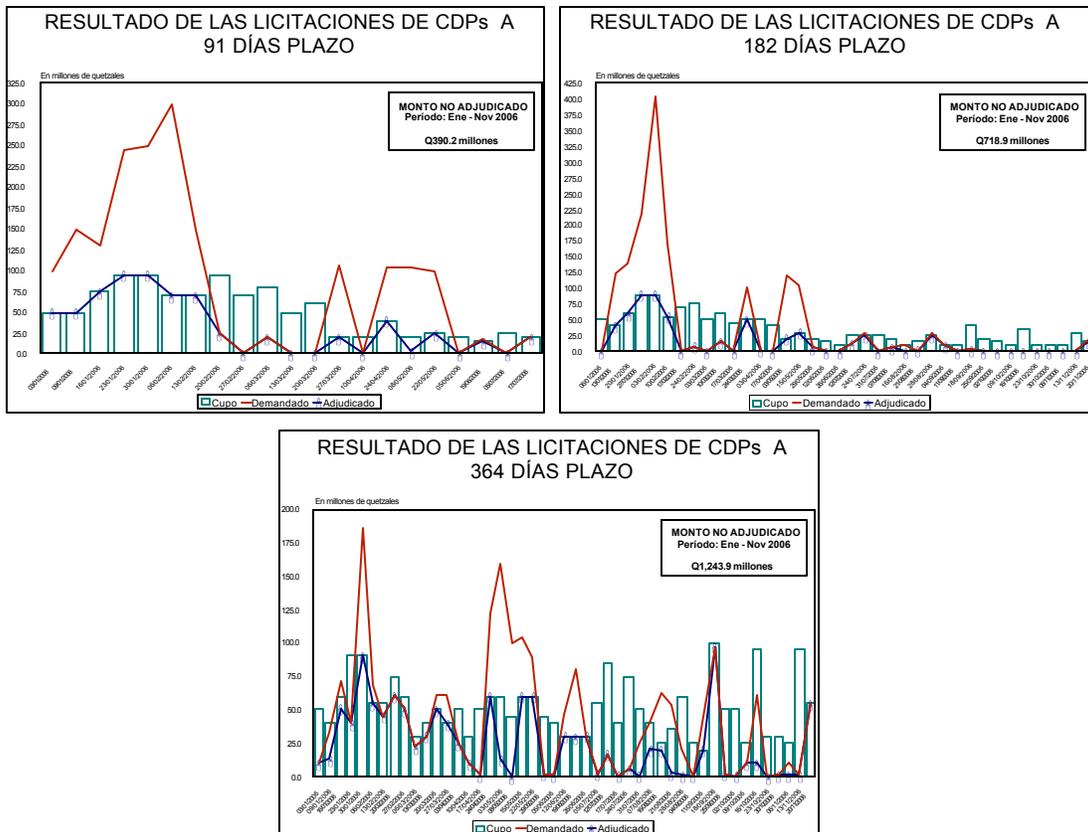




i) Efectividad de las OEMs

La efectividad de las OEMs puede medirse mediante la capacidad que tiene este instrumento de política monetaria para captar recursos del mercado de dinero acorde con las necesidades de neutralización de liquidez estimadas en el programa monetario. En ese sentido, cabe comentar que desde el 4 enero de 2005, el Banco de Guatemala ha venido realizando colocaciones de CDPs por medio del mecanismo de licitaciones para los plazos mayores a 7 días y hasta un año, utilizando para el efecto cupos predeterminados de captación, los cuales se fijan en función de los espacios monetarios determinados conforme el flujo estimado de monetización. Las tasas de interés para dichas operaciones han sido determinadas conforme las condiciones prevalecientes en el mercado, reflejadas en las posturas recibidas. Dicho enfoque se deriva de la decisión del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala de que a partir de la fecha indicada, se eliminara la práctica anterior relativa a que el Banco Central fijara todas las tasas de interés de los CDPs. Asimismo, dicha medida buscaba el traslado gradual de los excedentes de liquidez de corto plazo a plazos más largos, lo que coadyuvaría a lograr el objetivo de ir reduciendo la posición deudora del Banco de Guatemala, frente al mercado de dinero. Cabe indicar que las medidas anteriores son congruentes con las recomendaciones de las misiones del FMI que han brindado asistencia técnica al Banco Central, en lo relativo al marco analítico y operativo de las operaciones de estabilización monetaria, congruente con el esquema de metas explícitas de inflación.

No obstante, la efectividad de las OEMs realizadas bajo el mecanismo indicado se ha visto reducida, particularmente en 2006, dado que los montos adjudicados han sido menores que lo que establecen los cupos de captación, lo que se asocia, por un lado, a una menor demanda de títulos por parte de los inversionistas y, por el otro, a que las tasas de interés requeridas por algunos de los mismos han sido superiores a las prevalecientes en el mercado de dinero, como se ilustra en las gráficas siguientes.



En las gráficas anteriores se observa que, para el plazo de 91 días no se adjudicaron CDPs por un monto total de Q390.2 millones; para el plazo de 182 días, Q718.9 millones; y, para el plazo de 364 días, Q1,243.9 millones.

En cualquiera de los casos citados, se evidencia que no se ha logrado trasladar el excedente de liquidez de corto plazo a plazos más largos, lo que, a su vez, provoca que dicho excedente se concentre en el plazo de 7 días (o se traslade a la economía como numerario en circulación) y que el Banco Central tenga que estar neutralizando constantemente dicha liquidez.

En el contexto descrito, los análisis realizados en el seno del Comité de Ejecución han convergido al hecho de que puede estar ocurriendo la búsqueda de dos objetivos incompatibles en dichas operaciones; el primero, es tratar de colocar todo el cupo de captación que se ofrece con el propósito de neutralizar la liquidez excedente (particularmente en períodos como el observado en el último trimestre de 2006, en el que el desvío de la emisión monetaria se duplicó con relación al que se venía observando hasta



mediados de octubre) y, el segundo, que la tasa de interés no exceda el nivel que se considera adecuado, con base en tasas de referencia calculadas mediante interpolaciones lineales y logarítmicas de la curva de rendimientos.

Sobre el particular, las recomendaciones del doctor Sebastián Edwards y de expertos del FMI, indican que como parte del proceso de perfeccionamiento del esquema de metas explícitas de inflación, por un lado, la determinación de los cupos debe realizarse con base en el programa monetario y la estrategia de manejo de pasivos del Banco de Guatemala y, por el otro, que los cambios de política monetaria implementados a través de ajustes de la tasa de interés líder deben reflejarse efectivamente en el resto de plazos en los que opera el Banco Central; es decir, que se trasladen a las tasas de interés del mercado y que por ese canal se envíen las señales adecuadas respecto de la postura de la política monetaria.

Adicionalmente, 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 (como lo hizo en el segundo semestre de 2005 y como lo viene haciendo desde la segunda mitad de noviembre del presente año), para que gradualmente el Banco de Guatemala se acerque a tener una posición menos deudora o neutral frente al mercado de dinero.



IMPORTANCIA DE QUE EL BANCO CENTRAL, EN EL MEDIANO PLAZO, EXHIBA UNA POSICIÓN MENOS DEUDORA O NEUTRAL FRENTE AL MERCADO DE DINERO, EN UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

El Banco de Guatemala tiene una posición deudora frente al mercado de dinero (especialmente con el sistema financiero y el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), 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 del esquema 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 neutral 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 el esquema de metas explícitas de inflación, confirma que una mejor posición del banco central, por ejemplo, permite aumentar la efectividad de la política monetaria y afianzar las bondades del referido esquema.

e) Estimación del cierre del programa monetario para diciembre de 2006

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 contempló, como se indicó, que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 9.9% respecto del nivel observado a finales de 2005 compatible con una tasa de crecimiento de la actividad económica de 4.4% y con una meta de inflación de 6.0% +/- 1 punto porcentual; sin embargo, derivado de que la tasa de crecimiento de la actividad económica fue revisada al alza (4.6%) en junio de 2006, fue necesario revisar la estimación de la demanda de emisión monetaria para finales de 2006; en ese contexto, la nueva estimación de la demanda de emisión monetaria prevé un incremento interanual de dicha variable por alrededor de 11.7%. Asimismo, tomando en cuenta el comportamiento de las variables monetarias a noviembre, la estimación del desenvolvimiento del sector real, del sector externo, así como la estimación de



cierre de las variables fiscales, a continuación se presenta la estimación del programa monetario para el último trimestre de 2006 y del cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.

PROGRAMA MONETARIO 2006
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES

CONCEPTO	TRIMESTRES 2006				Total 2006
	I	II	III	IV	
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	2665	-425	-249	409	2400
US\$	333	-53	-31	51	300
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2783	593	371	1091	-728
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-2800	-518	361	1061	-1896
1.1. Gobierno Central	-2196	-537	743	353	-1636
1.2. Resto sector público	-604	18	-382	708	-260
2. Posición con bancos y financieras	-407	-242	-306	-172	-1127
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	-1	0	0	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-406	-241	-306	-172	-1126
3. Otros activos netos	88	-49	338	1386	1763
3.1. Gastos y productos	196	75	58	17	345
3.2. Activos netos no clasificados	-108	-123	280	1369	1417
4. Operaciones de estabilización monetaria	336	1402	-22	-810	907
5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez	0	0	0	-374	-374
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-118	168	122	1500	1672

Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaría que en el cuarto trimestre las reservas monetarias internacionales netas muestren un aumento por US\$51.0 millones, derivado, principalmente, de desembolsos de créditos contratados con el exterior. Dadas las cifras observadas a noviembre, al finalizar el año se estimaría un aumento de reservas monetarias internacionales netas por alrededor de US\$300.0 millones, monto que permitiría continuar consolidando la posición del sector externo del país.

Consistente con el comportamiento de las reservas monetarias internacionales netas y de la demanda de emisión monetaria, en el cuarto trimestre los AIN del Banco de Guatemala monetizarían en Q1,091.0 millones, mientras que se esperaría que éstos al cierre del año desmoneticen en Q728.0 millones.

Considerando el saldo de los depósitos del gobierno central a noviembre de 2006, así como la estimación de cierre de las finanzas



públicas, se espera que en el cuarto trimestre el gobierno central disminuya en Q353.0 millones sus depósitos en el Banco de Guatemala. De esa cuenta, al finalizar el año la desmonetización generada por el gobierno central sería de Q1,636.0 millones. Por su parte, se espera que en el cuarto trimestre el resto de las entidades públicas reduzcan sus depósitos e inversiones en CDPs por Q708.0 millones, por lo que al finalizar el año dichas entidades desmoneticen Q260.0 millones, con lo cual la desmonetización generada por el sector público no financiero consolidado sería por Q1,896.0 millones.

En cuanto a la posición con bancos y financieras, se espera que al finalizar el cuarto trimestre dichas entidades aumenten sus depósitos en el banco central por Q172.0 millones, ello como consecuencia, fundamentalmente, de la trayectoria esperada de las captaciones bancarias durante el último trimestre. Derivado de lo anterior, se espera que al finalizar el año los bancos hayan generado una desmonetización por Q1,127.0 millones. Es importante destacar que la presente estimación considera que, el aumento observado en el encaje de financieras a noviembre del presente año, derivado del traslado de fondos que el Banco de Guatemala en su calidad de administrador de los recursos del FOPA realizó al Fideicomiso de Administración y Realización de Activos Excluidos del Banco del Café, S.A., con motivo de la suspensión de operaciones de dicha entidad bancaria, desaparecerá paulatinamente en lo que resta del cuarto trimestre de 2006, por lo que no se esperaría una desmonetización adicional por esta vía.

Tomando en consideración el monto y la tasa de interés de las operaciones de estabilización monetaria y de las inversiones de las RMIN, durante el cuarto trimestre el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia alcanzaría Q17.0 millones, lo que sumaría un costo acumulado de Q345.0 millones al finalizar el año.

Consistente con la demanda de emisión monetaria por Q1,500.0 millones, con la monetización de origen externo por el equivalente de Q409.0 millones y con el efecto monetizante que tendrían los otros rubros que



integran los AIN⁴² del Banco de Guatemala, en el cuarto trimestre sería necesaria una neutralización de liquidez por Q1,184.0 millones, lo cual significa que el saldo de las OEMs tendría que aumentar por ese monto.

En este sentido, al finalizar el año, el saldo de las OEMs se ubicaría en Q15,952.0 millones, del cual Q10,878.0 millones correspondería a las operaciones con el sector privado.

D. LIQUIDEZ PRIMARIA

La Junta Monetaria en resolución JM-64-2006 acordó, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y las OEMs que tienen incidencia en la liquidez bancaria, como lo es la base monetaria amplia. En tal contexto, a continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 30 de noviembre de 2006.

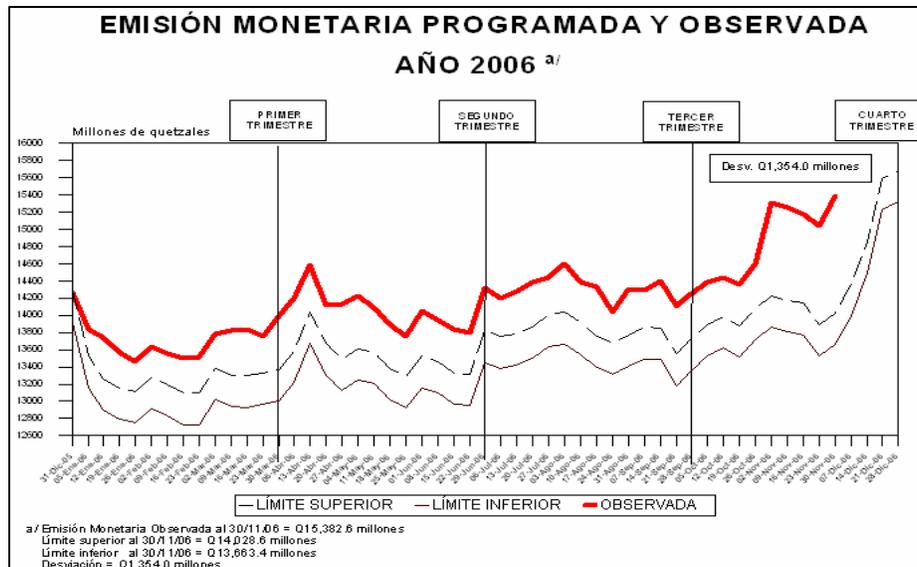
1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2006, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos interanuales, en alrededor de 9.9%⁴³, aumento compatible con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 4.4% y con la meta de inflación (6% +/- 1 punto porcentual).

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

⁴² Incluye la desinversión en CDPs del Banco de Guatemala por parte del FOPA.

⁴³ Es importante resaltar que de acuerdo con la estimación del cierre del programa monetario para 2006, se prevé que la emisión monetaria registre un incremento interanual de alrededor del 11.7%, congruente con la nueva estimación de crecimiento del PIB de 4.6% para 2006.



Al 30 de noviembre de 2006, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando a esa fecha un desvío de Q1,354.0 millones. Dicho excedente de emisión se explica, por el lado de la oferta, principalmente porque en el período en mención el saldo de las OEMs fue menor en aproximadamente Q1,519.0 millones con respecto de lo previsto en el programa monetario vigente.

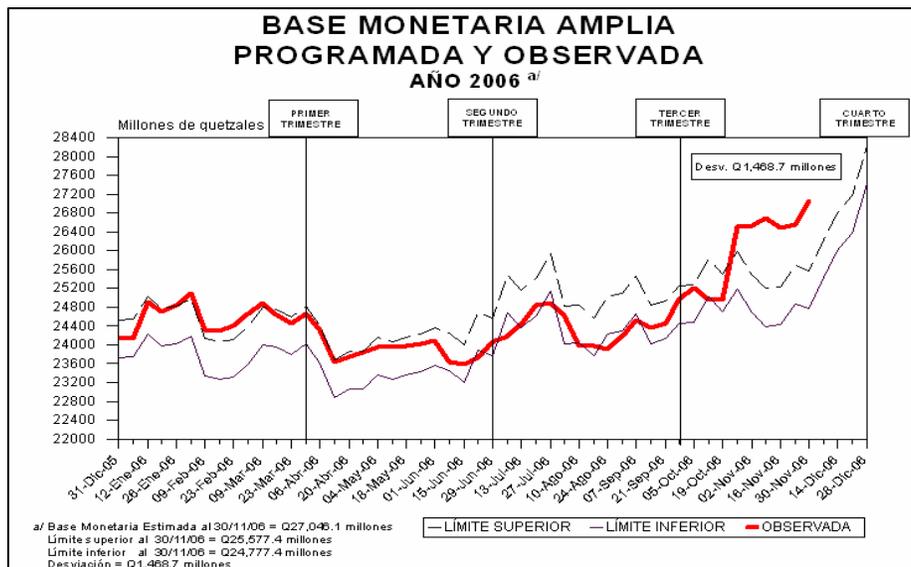
2. Base monetaria amplia

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

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

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, el seguimiento de la base monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, puede establecerse mediante un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez. El margen de tolerancia se estableció en una desviación estándar.

En el contexto descrito, se estima que al finalizar el año, la base monetaria amplia crecerá en alrededor del 15.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2005, lo que representa un aumento de Q3,696.2 millones.



Durante los primeros cinco meses del año, la trayectoria de la base monetaria amplia mostró, con excepción del período comprendido del 26 de enero al 9 de marzo, un comportamiento que se ubicó dentro del corredor programado y cercano al límite superior de dicho corredor. Cabe indicar que durante el período que la base monetaria se ubicó por encima del límite superior, mostró un desvío promedio de Q172.3 millones, derivado principalmente del aumento observado en la tenencia de CDPs de corto plazo por parte de los bancos del sistema. En el período comprendido del 15 de junio al 14 de septiembre, se observó que los niveles de la base monetaria se mantuvieron cercanos al límite inferior del corredor programado, registrando varios desvíos por debajo del referido corredor que, en promedio, ascienden a



Q220.1 millones. Posteriormente, entre el 15 de septiembre y el 19 de octubre, el nivel de la base monetaria se mantuvo, en general, dentro del corredor programado. Sin embargo, a partir del 25 de octubre, la base monetaria empezó a registrar un aumento en su nivel, lo que provocó que la misma se ubicara Q1,468.7 millones por encima del límite superior del corredor programado para el 30 de noviembre. El anterior comportamiento se explica, principalmente, por el incremento de los depósitos de bancos y sociedades financieras en el Banco de Guatemala, como resultado del traslado de recursos del FOPA al fideicomiso de administración y realización de activos excluidos del banco suspendido por la Junta Monetaria.

Por su parte, la orientación que brinda la liquidez primaria, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene a través de la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables⁴⁴. En ese sentido, al 30 de noviembre de 2006, la emisión monetaria, como se indicó, se ubicó Q1,354.0 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria se ubicó Q1,468.7 millones por arriba del límite superior del corredor programado. En términos ponderados el desvío sería de Q1,411.4 millones, lo que aconsejaría una política monetaria restrictiva.

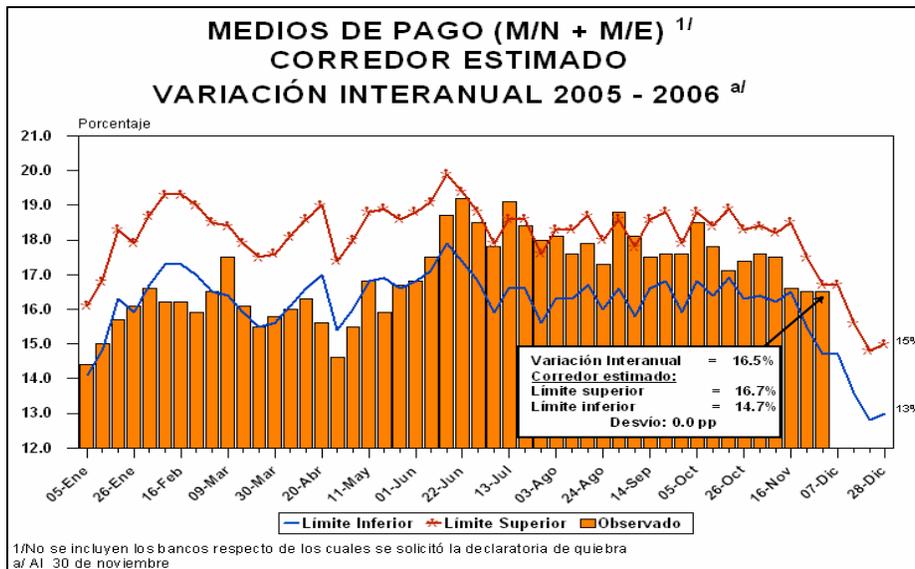
Al evaluar el desempeño de la liquidez primaria, como variable indicativa, se observa que la emisión monetaria y la base monetaria amplia podrían tener un comportamiento correlacionado, debido a que las mismas tienen un componente común (numerario en circulación) que induce cambios en igual dirección en ambas variables. En ese sentido, es recomendable dejar sólo una de ellas como concepto de liquidez primaria, con el propósito de evitar una posible sobreacción en la orientación de política monetaria.

⁴⁴ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.

E. MEDIOS DE PAGO TOTALES

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que, en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago -M2- crecerían entre 13% y 15%, en términos interanuales. Al 30 de noviembre de 2006, la variación interanual de los medios de pago fue de 16.5%, la cual se ubica dentro del corredor estimado para esa fecha (14.7% - 16.7%).

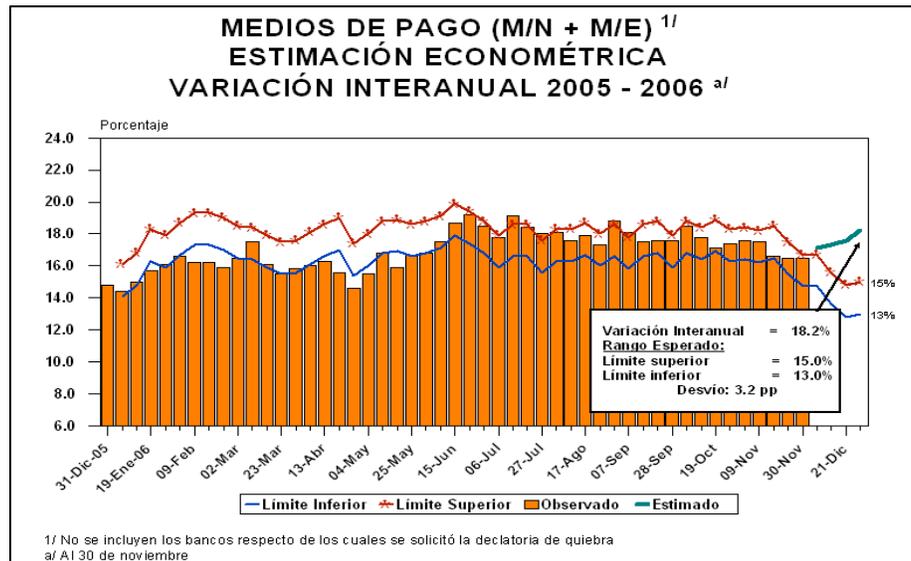
Además de considerar el corredor proyectado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2006⁴⁵, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2005, como la información que se observa periódicamente.



Al 30 de noviembre de 2006, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 18.2%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (13.0% - 15.0%).

⁴⁵ Derivado de la presentación a la Junta Monetaria del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, dicho cuerpo colegiado dispuso que, en adición al seguimiento del corredor estimado para los medios de pago, éste se complementara con una estimación que incorpore la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluya el comportamiento estacional para varios años y que sea ajustada periódicamente con información nueva de cada semana.

La orientación que brindan los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar⁴⁶ el desvío tanto del corredor estimado y el de la estimación econométrica. Al 30 de noviembre de 2006, la orientación ponderada presentó un valor positivo de 1.60 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria restrictiva⁴⁷.



Es pertinente indicar que el seguimiento de los medios de pago totales como variable indicativa pudiera no ser necesario dado que, al igual que en el caso de la base monetaria amplia, éstos también tienen incluido como uno de sus componentes el numerario en circulación, por lo que dicho seguimiento, como variable indicativa, podría eliminarse.

F. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento

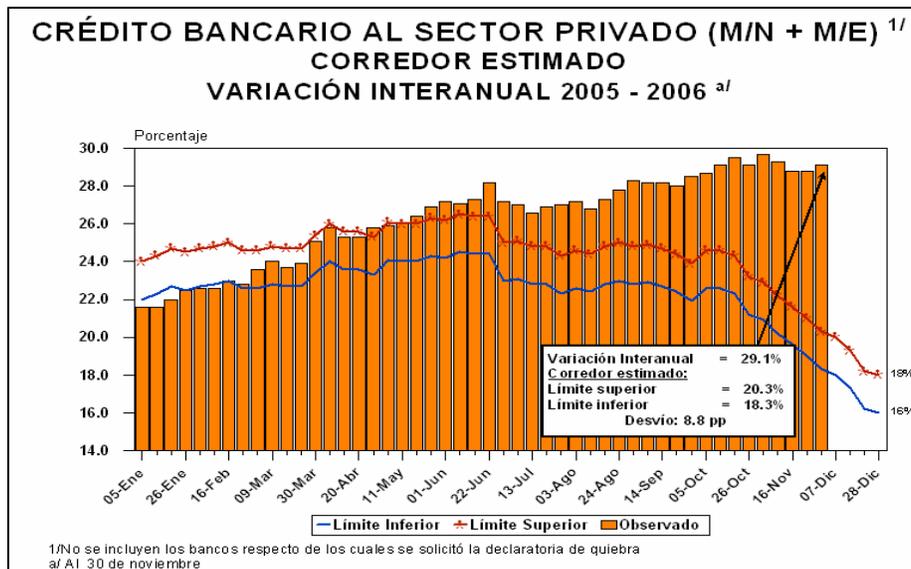
⁴⁶ En el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, se propuso que para el seguimiento de los medios de pago se tome en consideración una ponderación que incluya el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se consideraría un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcularía como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2006, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2006 (13%-15%).

⁴⁷ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.



interanual de entre 16.0% y 18.0%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 30 de noviembre de 2006, la variación interanual del crédito bancario al sector privado total se situó en 29.1%⁴⁸, 8.8 puntos porcentuales por arriba del límite superior del corredor estimado para esa fecha (18.3%-20.3%)⁴⁹.



Al igual que en el caso de los medios de pago, la interpretación de esta variable también incorpora una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2006⁵⁰, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado en el período 1998-2005, como la información que se observa periódicamente.

Al 30 de noviembre de 2006, la estimación econométrica del crédito bancario al sector privado para finales año fue de 28.5%, la cual se ubica por

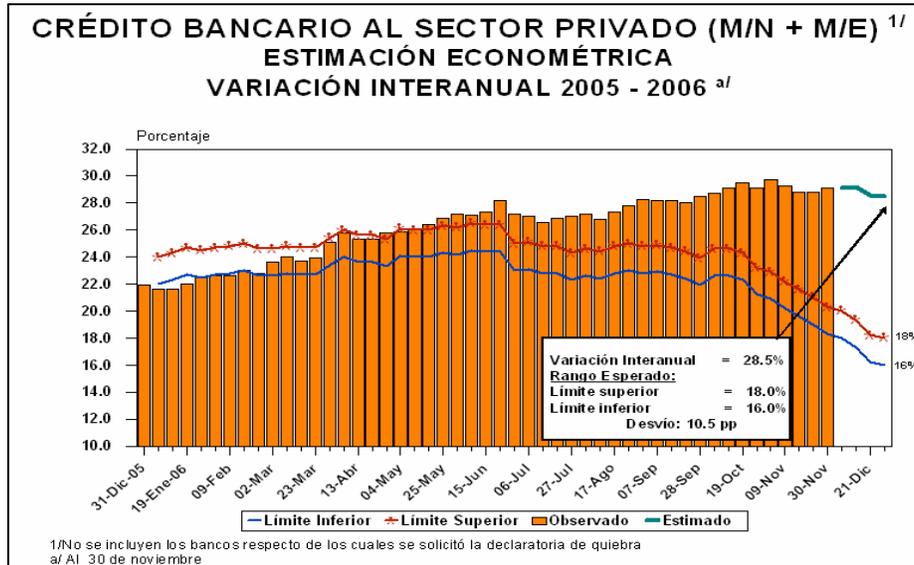
⁴⁸ Cabe indicar que si se considera el crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, las sociedades financieras y las entidades *off shore* la variación interanual sería de 24.6%, superior a la registrada en igual período de 2005 (19.8%).

⁴⁹ En Anexo 4, se describen los efectos macroeconómicos y microeconómicos de una aceleración en el crédito bancario al sector privado.

⁵⁰ Derivado de la presentación a la Junta Monetaria del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, dicho cuerpo colegiado dispuso que, en adición al seguimiento del corredor estimado para el crédito bancario al sector privado, éste se complementara con una estimación que incorpore la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluya el comportamiento estacional para varios años y que sea ajustada periódicamente con información nueva de cada semana.



arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (16.0%-18.0%).



En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene a través de la ponderación del desvío tanto del corredor estimado como de la estimación econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 30 de noviembre de 2006, la orientación ponderada presentó un valor positivo de 9.65 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva⁵¹.

2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, al 31 de octubre de 2006 (última información disponible proporcionada por la Superintendencia de Bancos), se situó en Q49,409.8 millones, monto superior en Q7,529.5 millones (18.0%) al registrado en igual período del año anterior. Cabe indicar que, al evaluar la información preliminar de la cartera crediticia bancaria por actividad económica, el 84.3% se concentró en las ramas: consumo, transferencias y

⁵¹ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.



otros (27.6%); comercio (21.6%); construcción (13.3%); industria manufacturera (12.0%); y, establecimientos financieros⁵² (9.8%).

En lo que corresponde a la cartera crediticia por actividad económica, durante el período comprendido entre octubre de 2005 a octubre de 2006, ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2005 - 2006
- Millones de quetzales y porcentajes -

DESTINO	A Octubre	A Octubre	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
	2005 ^{a/}	2006 ^{a/}	2005	2006	ABSOLUTA	RELATIVA
	(A)	(B)			B - A	B/A
TOTAL DE CARTERA SEGÚN BALANCE GENERAL CONSOLIDADO	41,880.4	49,409.8			7,529.5	18.0
Sub-Total	39,829.7	46,239.0	100.0	100.0	6,409.3	16.1
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,830.1	2,926.4	7.1	6.3	96.3	3.4
Explotación de minas y canteras	13.4	105.3	0.0	0.2	91.9	...
Industria manufacturera	4,970.1	5,563.0	12.5	12.0	592.9	11.9
Electricidad, gas y agua	1,471.7	1,684.0	3.7	3.6	212.3	14.4
Construcción	4,801.0	6,166.4	12.1	13.3	1,365.4	28.4
Comercio	7,177.2	10,007.0	18.0	21.6	2,829.8	39.4
Transporte y almacenamiento	591.3	647.7	1.5	1.4	56.4	9.5
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	3,766.0	4,521.0	9.5	9.8	755.0	20.0
Servicios comunales, sociales y personales	1,715.5	1,933.6	4.3	4.2	218.1	12.7
Consumo, transferencias y otros	12,493.4	12,684.6	31.3	27.6	191.2	1.5
Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información desagregada	2,050.7	3,170.8			1,120.2	54.6

a/ Información parcial debido a que dos instituciones no presentaron cifras desagregadas de la cartera, por lo que, para 2005 dichas instituciones se excluyeron para efectos de comparación.

FUENTE: Superintendencia de Bancos.

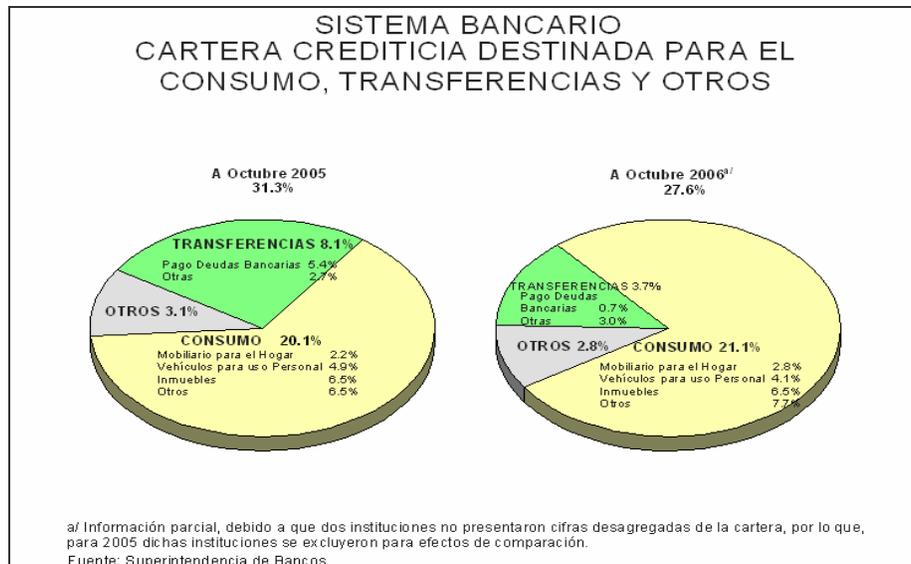
Dada la importancia de las ramas *consumo, transferencias y otros; comercio; construcción; e, industria manufacturera*, se procedió a realizar una desagregación tomando en cuenta sus principales componentes.

a) Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a esta rama, al 31 de octubre de 2006, representó el 27.6% del financiamiento otorgado del sistema bancario (31.3% a octubre de 2005).

⁵² Esta clasificación incluye el financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.

Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, al 31 de octubre de 2006, el concedido al consumo representó 21.1%, a las transferencias 3.7% y al rubro otros 2.8%. Tomando en cuenta la importancia relativa del crédito concedido a esta rama de actividad económica, se procedió a desagregar los componentes más relevantes de la misma, lo cual se ilustra en la gráfica siguiente:

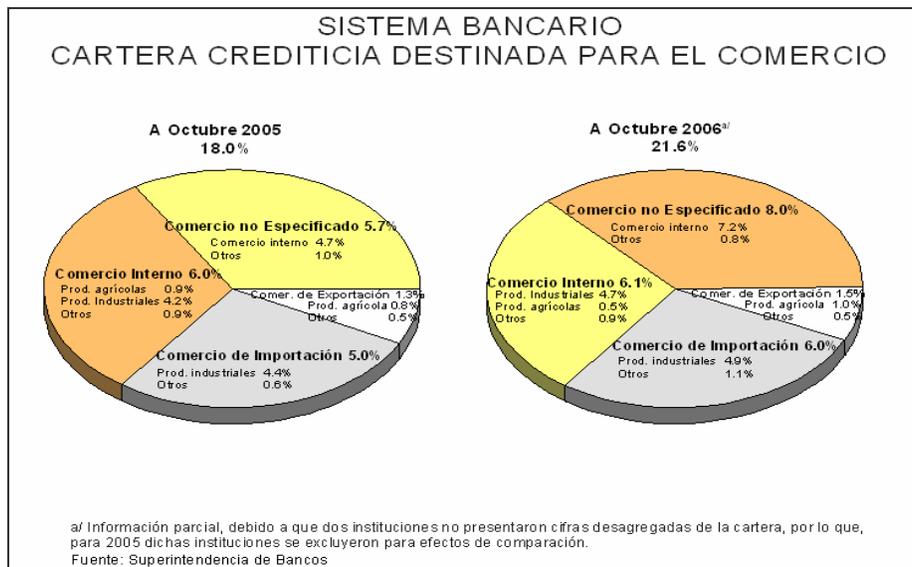


En el consumo destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 6.5%; de vehículos para uso personal con 4.1%; y, de mobiliario para el hogar con 2.8%, estructura que no varía significativamente con respecto a la observada en octubre de 2005. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, éstas redujeron su participación en forma importante con respecto al total, al situarse a finales de octubre de 2006 en 3.7% (8.1% a octubre de 2005), lo cual se asocia con la reducción en el pago de deudas bancarias que se situó en 0.7% (5.4% en octubre de 2005).

b) Crédito concedido para el comercio

La cartera crediticia destinada a la rama comercio, al 31 de octubre de 2006, representó el 21.6% de la cartera total otorgada por el sistema bancario (18.0% a octubre de 2005).

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

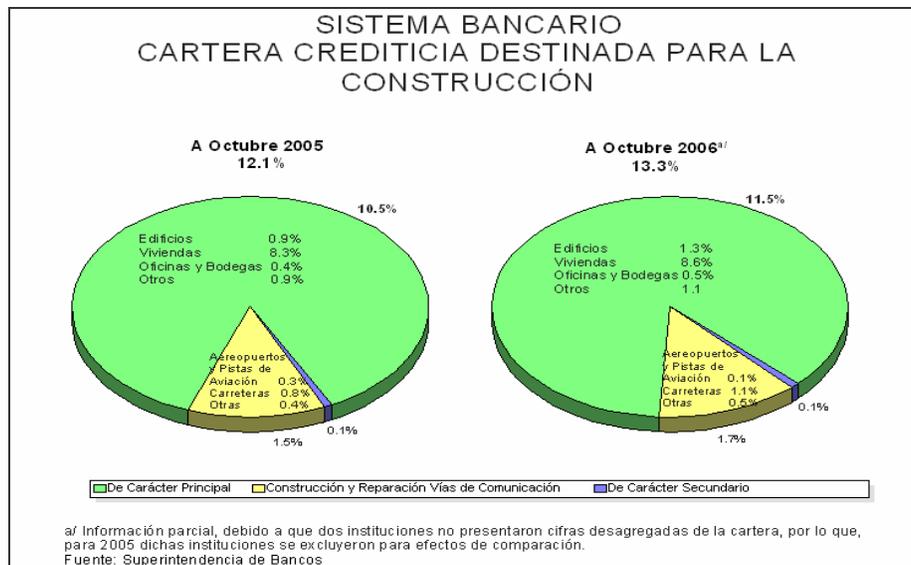


Al 31 de octubre de 2006, respecto de la cartera total, destaca el financiamiento concedido al comercio no especificado con 8.0%; le siguen en su orden, el financiamiento al comercio interno con 6.1% (que incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 6.0% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el financiamiento al comercio de exportación con 1.5% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros que integran el sector comercio es superior a la que se observó en octubre de 2005.

c) Crédito concedido para la construcción

Al 31 de octubre de 2006, la cartera crediticia destinada a la construcción representó el 13.3% del total de la cartera del sistema bancario (12.1% a octubre de 2005).

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

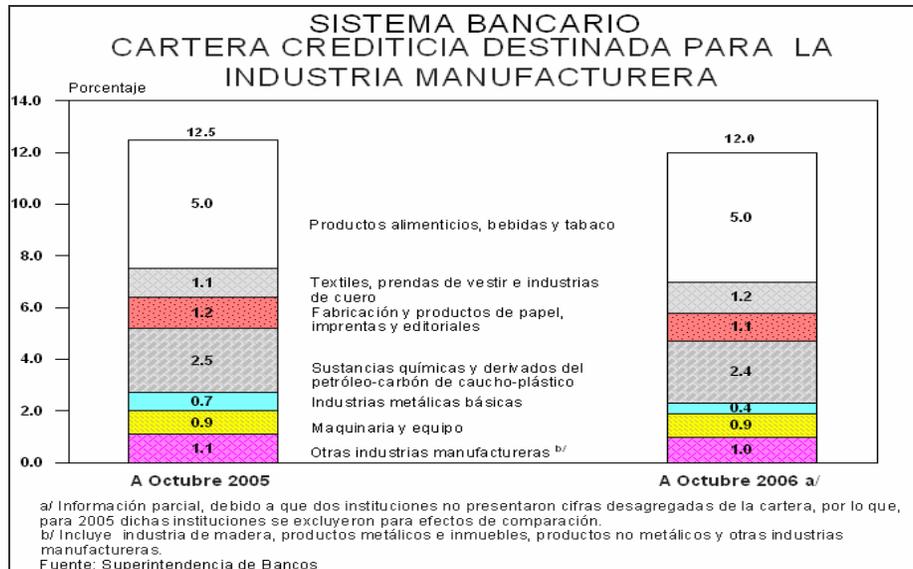


Al 31 de octubre de 2006, destaca el financiamiento de carácter principal con un 11.5% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), superior en 1.0 puntos porcentuales respecto al observado al mismo mes de 2005 (10.5%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en todos los casos son mayores a los observados en octubre de 2005, en particular, el financiamiento a vivienda que pasó de 8.3% en 2005 a 8.6% en 2006, lo cual en buena parte explica el dinamismo del sector construcción en la actividad económica del país.

d) Crédito concedido para la industria manufacturera

Al 31 de octubre de 2006, la cartera crediticia destinada a la industria manufacturera representó el 12.0% del financiamiento otorgado por el sistema bancario (12.5% a octubre de 2005).

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

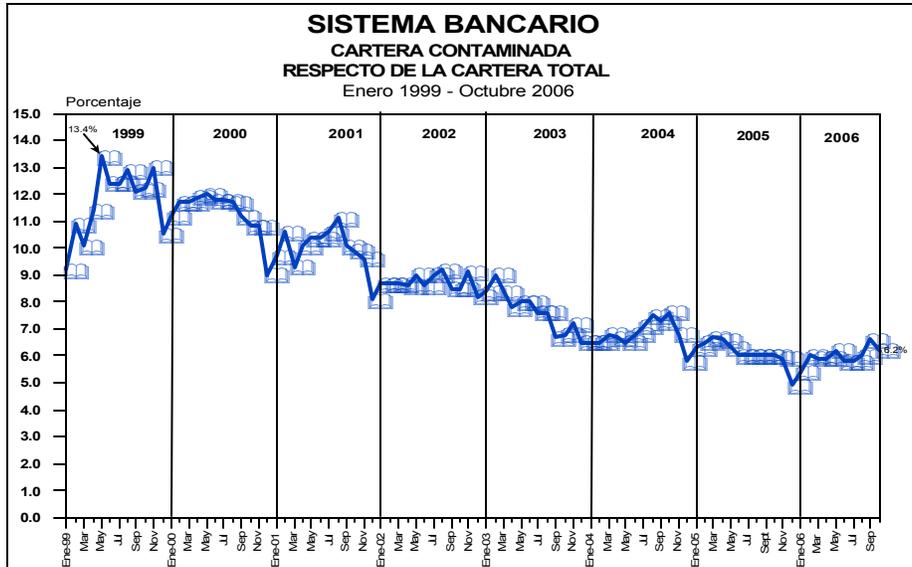


Al analizar cada uno de los componentes de la industria manufacturera, se tiene que, al 31 de octubre de 2006, sobresale el financiamiento otorgado a los rubros siguientes: productos alimenticios, bebidas y tabaco con 5.0%; sustancias químicas y derivados del petróleo con 2.4%; textiles, prendas de vestir e industrias de cuero con 1.2%; y, fabricación y productos de papel, imprentas y editoriales con 1.1%. La referida estructura es similar a la que se observó a octubre de 2005.

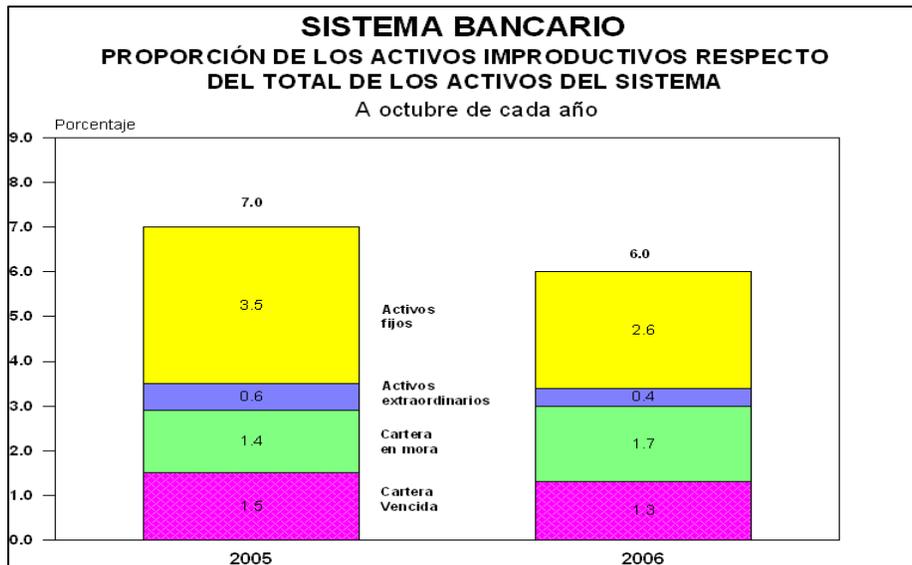
3. Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante mejora, especialmente si se toma en cuenta que en mayo de 1999 dicho indicador se situó en 13.4% (porcentaje más alto registrado durante el período 1999-2006); mientras que a octubre de 2006 se ubicó en 6.2%.

Al 31 de octubre de 2006, el monto de la cartera contaminada se situó en Q3,069.1 millones, en el que la cartera vencida representó el 2.7% de la cartera total (3.1% a octubre de 2005) y la cartera en mora el 3.5% (2.9% a octubre de 2005).



Por su parte, el indicador de los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, reflejó una mejora, ya que continuó mostrando una tendencia a la baja al situarse en 6.0% a octubre de 2006, porcentaje inferior al registrado a octubre de 2005 (7.0%).

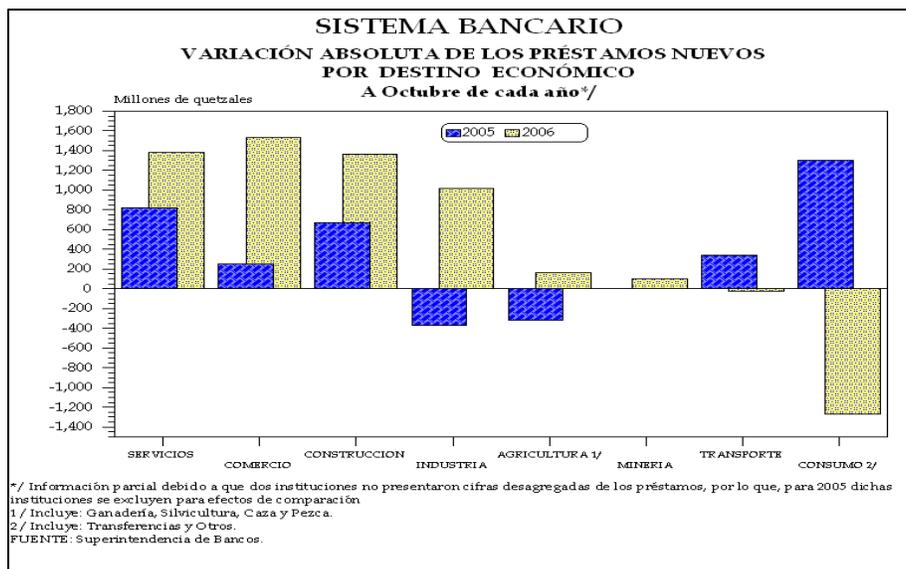


4. Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 31 de octubre de 2006, el monto de préstamos nuevos, que

incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q28,719.7 millones, monto superior en Q4,266.1 millones (17.4%) al registrado en igual período del año anterior.

El aumento de los préstamos nuevos se explica, principalmente, por el incremento del financiamiento canalizado al comercio, en Q1,536.4 millones; a los servicios, en Q1,378.3 millones; a la construcción, en Q1,367.5 millones; a la industria, en Q1,019.6 millones; a la agricultura, en Q159.1 millones; y, a la minería, en Q102.0 millones. Dicho incremento fue contrarrestado por la reducción en el financiamiento al consumo, en Q1,271.2 millones y al transporte en Q25.6 millones.



5. Actualización del modelo econométrico relativo a los determinantes del crédito bancario al sector privado

a) Modelo de demanda de crédito bancario al sector privado

La literatura económica moderna⁵³ indica que la demanda de crédito bancario al sector privado tiene ciertos determinantes fundamentales

⁵³ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADENAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review y Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.



que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito bancario al sector privado (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- se estimó la función de demanda de crédito bancario al sector privado, tomando en consideración la información estadística que abarca el período de enero de 2000 a octubre de 2006.

Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado en el país respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), medido por el coeficiente de determinación (R^2), es de 81.7%. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas al nivel de confianza del 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, tal como se ilustra a continuación:

$$CSP_t = 88.69 + 0.71 IMAE_t - 0.58 TASA DE INTERÉS_t - 8.85 TIPO DE CAMBIO_t + e_t$$

(10.0)
(4.78)
(-10.45)
(-7.98)

Nota: El valor entre paréntesis es el estadístico t que mide el nivel de significancia individual de cada parámetro del modelo al nivel crítico (valor de tabla igual a 1.980), con un nivel de confianza de 95%.

Donde:

$CSP_t =$ Ritmo interanual de crecimiento del crédito bancario al sector privado en el período t (variable dependiente).

$IMAE_t =$ Ritmo de crecimiento interanual del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t (variable independiente).

$TASA DE INTERÉS_t =$ Tasa de interés activa, promedio ponderado del sistema bancario en el período t (variable independiente).

$TIPO DE CAMBIO_t =$ Tipo de cambio de referencia para la compra del último día de cada mes en el período t (variable independiente).



Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, el crédito bancario al sector privado lo hace en aproximadamente 0.71%, manteniéndose constantes las demás variables.

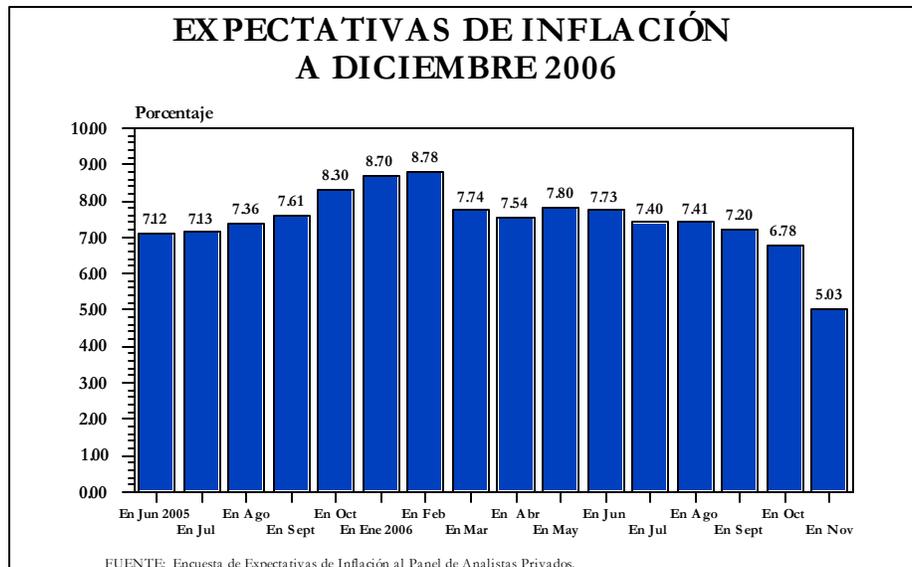
Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de recursos en el sistema, en aproximadamente 0.58%. Finalmente, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario al sector privado en alrededor de 8.85%.

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

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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-⁵⁴ realizada en noviembre de 2006, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 5.03%, porcentaje que se ubica levemente por arriba del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación.

⁵⁴ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



Por otra parte, dichos analistas económicos estiman que la inflación para diciembre de 2007 se ubicaría en 5.91%, porcentaje que se sitúa dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para ese año (5% +/- 1 punto porcentual).



H. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de inflación de los agentes económicos, a través del



cálculo de la brecha entre las tasas de interés de largo plazo⁵⁵ y las tasas de interés de corto plazo⁵⁶. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país⁵⁷, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a noviembre de 2006, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.23 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación (6%) pero dentro del margen de tolerancia de la misma (+/- 1 punto porcentual), sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en noviembre de 2006, respecto del observado en noviembre de 2005 (6.92 puntos porcentuales), se observa una disminución de 0.69 puntos porcentuales en las referidas expectativas, lo que estaría indicando que los agentes económicos prevén que la inflación podría mantenerse, en el mediano plazo, dentro de la meta establecida.

⁵⁵ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos, del sistema bancario.

⁵⁶ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEMs (ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

⁵⁷ La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

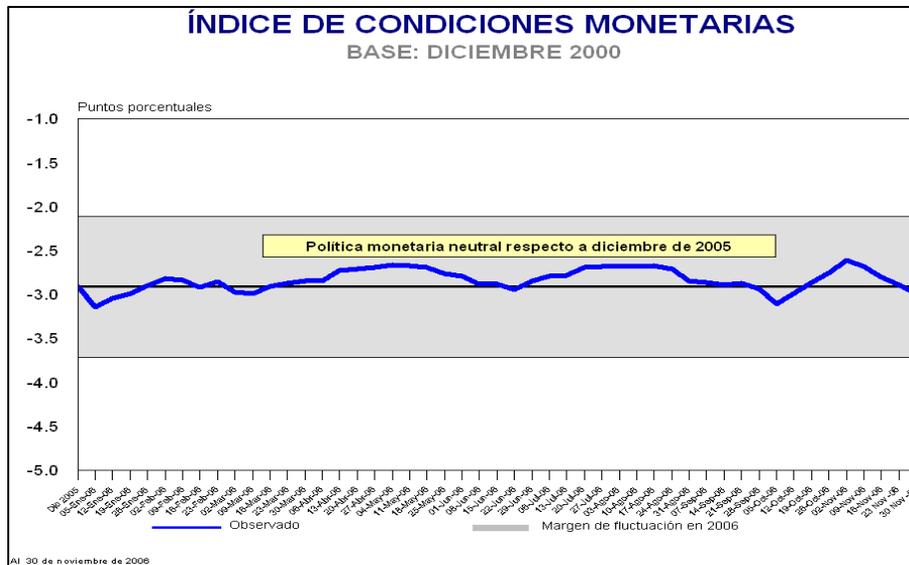


I. ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-

El ICM es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio, respecto a un año base determinado. La interpretación del ICM se basa en el concepto de que la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés puede indicar si la política monetaria ha sido más o menos restrictiva. En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, para el seguimiento de dicho indicador se estableció un corredor cuyo punto central corresponde al ICM observado a finales de 2005 y sus valores superior e inferior se ubicarían en (+/-) 0.8 puntos porcentuales⁵⁸ respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del indicado corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria restrictiva; en tanto que un valor inferior al del corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria expansiva.

Al observar el ICM entre el 31 de diciembre de 2005 y el 30 de noviembre de 2006, se tiene un comportamiento alrededor del punto central, lo que estaría indicando que la política monetaria ha sido invariable en lo que va de 2006.

⁵⁸ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del ICM registrada en promedio de enero de 2003 a noviembre de 2005.



• ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

A partir de junio de 2006 se inició el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar, de manera conjunta, la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria⁵⁹.

Para el efecto, se diseñó una encuesta en la que cada miembro de Junta Monetaria externó su opinión en cuanto a la importancia que cada variable indicativa tiene en el referido proceso.

La ventaja de afinar el índice sintético radica en el hecho de que anteriormente se asignaba la misma ponderación a cada una de las variables indicativas, no obstante que, como se pudo comprobar en la referida encuesta, la apreciación de cada uno de los encuestados fue que no todas las variables indicativas debían tener el mismo peso relativo para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, la nueva metodología permite incorporar en un solo indicador para cada categoría de orientación⁶⁰, las diferentes

⁵⁹ La Junta Monetaria, luego de conocer el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, dispuso darle seguimiento a las variables indicativas de la política monetaria mediante el referido índice.

⁶⁰ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es del 100%. Cabe indicar que la orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



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

En el cuadro siguiente, con cifras observadas al 30 de noviembre de 2006, se presentan los resultados del índice sintético obtenido con base en el peso relativo asignado a cada variable indicativa.

VARIABLES INDICATIVAS						
Información al 30 de noviembre de 2006						
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACION Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Esperado						
Proyección para Diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para Diciembre de 2007 (100.00%)	11.22				11.22	
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Esperado						
Proyección para Diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para Diciembre de 2007 (100.00%)	11.48				11.48	
3. Tasa de Interés Parámetro	8.67	8.67				
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	8.42			8.42		
5. Liquidez Primaria (Emisión Monetaria y Base Monetaria Amplia)	10.46					10.46
6. Medios de Pago	8.16					8.16
7. Crédito Bancario al Sector Privado	8.42					8.42
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para Diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para Diciembre de 2007 (100.00%)	7.14				7.14	
9. Expectativas Implícitas de Inflación	8.67				8.67	
10. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	7.14			7.14		
11. Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-						
Proyección para Diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para Diciembre de 2007 (100.00%)	10.20	10.20				
	100.00	18.88	0.00	15.56	38.52	27.04

Como se observa en el cuadro anterior, de acuerdo al peso relativo de las variables indicativas, el 27.04% de las mismas aconsejaba una orientación de política monetaria restrictiva; el 38.52% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 15.56% sugería una orientación de política monetaria invariable; y, el 18.88% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada.

Con el objeto de realizar un análisis retrospectivo de la orientación de política monetaria sugerida por las variables indicativas con base en el índice



sinéptico, se tomó en consideración la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 29 de junio del mismo año, fecha que incorpora las modificaciones aprobadas por la Junta Monetaria el 21 de junio de 2006, en lo relativo al cálculo e interpretación de algunas de dichas variables, incluyendo el uso de nuevas variables.

VARIABLES INDICATIVAS						
Información al 29 de junio de 2006						
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACION Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Esperado						
Proyección para Diciembre de 2006 (29.41%)	3.30					3.30
Proyección para Diciembre de 2007 (70.59%)	7.92					7.92
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Esperado						
Proyección para Diciembre de 2006 (29.41%)	3.38				3.38	
Proyección para Diciembre de 2007 (70.59%)	8.10					8.10
3. Tasa de Interés Parámetro	8.67			8.67		
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	8.42			8.42		
5. Liquidez Primaria (Emisión Monetaria y Base Monetaria Amplia)	10.46	10.46				
6. Medios de Pago	8.16					8.16
7. Crédito Bancario al Sector Privado	8.42					8.42
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para Diciembre de 2006 (29.41%)	2.10					2.10
Proyección para Diciembre de 2007 (70.59%)	5.04					5.04
9. Expectativas Implícitas de Inflación	8.67				8.67	
10. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	7.14			7.14		
11. Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-						
Proyección para Diciembre de 2006 (29.41%)	3.00					3.00
Proyección para Diciembre de 2007 (70.59%)	7.20					7.20
	100.00	10.46	0.00	24.23	12.05	53.26

Al comparar los resultados entre ambas fechas, se observa que en junio del presente año la proyección de las variables ritmo inflacionario total esperado para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007 y ritmo inflacionario subyacente esperado para diciembre de 2007, sugería que la política monetaria fuera restrictiva, en tanto que el ritmo inflacionario subyacente esperado para diciembre de 2006 aconsejaba una política monetaria moderadamente restrictiva. Por su parte, al 30 de noviembre la proyección de la variable ritmo inflacionario total esperado para diciembre de 2006, sugería relajar las condiciones monetarias y las variables ritmo inflacionario total y subyacente esperado para diciembre de 2007 aconsejaban una política monetaria moderadamente restrictiva, en tanto que la variable ritmo inflacionario



subyacente esperado para diciembre de 2006 sugería que la política monetaria fuera moderadamente relajada. En cuanto a la variable tasa de interés parámetro, la misma pasó de sugerir una política monetaria invariable a aconsejar que se relajaran las condiciones monetarias; la variable liquidez primaria que aconsejaba una política monetaria relajada pasó a sugerir que las condiciones monetarias fueran restrictivas; la variable expectativas de inflación del panel de analistas privados para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007 pasó de indicar una política monetaria restrictiva a sugerir una política monetaria moderadamente relajada para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007 sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva; y, la variable modelo macroeconómico semiestructural -MMS-, pasó de aconsejar una política monetaria restrictiva para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007, a sugerir una política monetaria relajada para diciembre de los referidos años. Cabe indicar que las variables tasa pasiva de paridad, medios de pago, crédito bancario al sector privado, expectativas implícitas de inflación e índice de condiciones monetarias mantienen la misma orientación para ambas fechas.

De acuerdo con lo anterior, en el cuadro siguiente se puede observar que la orientación con el mayor peso relativo en junio de 2006 indicaba restringir las condiciones monetarias, en tanto que la orientación con el mayor peso relativo en noviembre de 2006 sugería una política monetaria moderadamente restrictiva.

COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	29/06/2006 %	30/11/2006 %
Relajada	10.46	18.88
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	24.23	15.56
Moderadamente restrictiva	12.05	38.52
Restrictiva	53.26	27.04
TOTAL	100.00	100.00



Es importante puntualizar que en 2006 el índice sintético constituyó una guía adecuada de la orientación global de las variables indicativas. No obstante, el mismo es susceptible de afinarse, fundamentalmente en tres aspectos:

- i) Eliminar de su composición la base monetaria amplia y los medios de pago, en virtud de las razones expuestas;
- ii) Adoptar un mecanismo que muestre los cambios de intensidad que ocurren en las variables indicativas; es decir, que cuando los desvíos de las mismas se incrementen con respecto a los valores programados, tal cambio se refleje en el referido índice; y,
- iii) Modificar las ponderaciones de las variables incluidas en el índice sintético, de conformidad con una evaluación cuantitativa de su relación con la inflación.

IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. EXPEDICIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO

Con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria de forma consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, autorizó al Banco de Guatemala para que pueda expedir CDPs concentrados en determinadas fechas de vencimiento. Se considera que al dotar a los CDPs de igual fecha de vencimiento, así como de otras características complementarias, tales como igual fecha de pago de intereses e igual valor nominal, se contribuirá a profundizar y desarrollar el mercado secundario de tales certificados.

A efecto de avanzar en el proceso de expedición de CDPs por fecha de vencimiento, el Banco de Guatemala procedió a preparar en calidad de proyecto la normativa a ser aprobada por Junta Monetaria para regular el aspecto indicado, la cual se encuentra en proceso de difusión y consultas con



los participantes del mercado de dinero. Asimismo, inició el proceso de modificación a sus sistemas informáticos, con el propósito de que los mismos permitan la emisión de los CDPs con las mencionadas características.

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

La expedición de los CDPs se efectúa, a solicitud de los depositantes, en uno o varios certificados físicos que son entregados a los titulares de los mismos o permanecen en custodia en el Banco de Guatemala. En el caso de los CDPs físicos, se considera que los mismos, no obstante sus características de seguridad, al ser negociados en los mercados primario y secundario, así como en operaciones de reporto, están expuestos a riesgos relacionados con su movilización y transferencia, toda vez que podrían ser objeto de destrucción, pérdida, robo, alteración o falsificación. En cuanto a los CDPs en custodia es necesario que se solicite al Banco de Guatemala su expedición en forma física, lo cual conlleva los riesgos indicados. En ese sentido y con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las OEMs que permitan el desarrollo de un mercado secundario de CDPs ágil y seguro, consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria instruyó al Banco de Guatemala para que realizara las acciones necesarias tendentes a lo siguiente: a) Que los Certificados de Depósito a Plazo puedan ser registrados en custodia en el Banco Central; b) Que se permita el cambio de la titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala; y, c) Que los Certificados de Depósito a Plazo expedidos físicamente, que se encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala realizó las acciones siguientes:

- i) Se elaboró proyecto de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en quetzales a ser constituidos en el Banco de



Guatemala, el cual está en proceso de consultas con los actores del mercado, previo a ser sometido a aprobación de la Junta Monetaria;

- ii) Se elaboró propuesta de Normas para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por medio de Licitaciones en las Bolsas de Comercio Autorizadas para Operar en el País, la cual está en proceso de consultas con los actores del mercado, previo a ser sometido a aprobación de la Gerencia General; y,
- iii) Se realizaron presentaciones sobre la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala a representantes de bancos del sistema, sociedades financieras, bolsas de comercio y entidades públicas.

C. MERCADO SECUNDARIO

1. Aspectos generales⁶¹

En el mercado secundario la forma básica de las transacciones consiste en la negociación al contado de valores previamente negociados en el mercado primario. Otra forma común de negociación en el mercado secundario la constituye las operaciones de reporto, que consisten en un acuerdo de venta y recompra, en que una de las partes conviene en vender bonos u otros instrumentos financieros a la otra parte, con un acuerdo de recompra de títulos equivalentes en el futuro, conforme a un acuerdo legal formal. Otras prácticas de negociación que se desarrollan en este mercado a través del tiempo, son las ventas en corto, los *swaps*, los futuros, las opciones sobre las tasas de interés y otros instrumentos derivados.

En las etapas iniciales de desarrollo del mercado secundario el énfasis debe dirigirse a la construcción de un sistema seguro para la negociación y liquidación de las operaciones de contado y de reporto, el cual debe incluir facilidades para realizar transferencias de fondos de alto valor, en tiempo real, así como facilidades para el registro de valores en el depositario. Asimismo, es de suma importancia contar con un adecuado marco regulatorio

⁶¹ World Bank and International Monetary Fund. Developing Government Bond Markets, -A Handbook. July 2001.



y de supervisión. Para el desarrollo exitoso del mercado secundario es necesaria la participación activa de diferentes actores, tales como: los emisores, los inversionistas, los proveedores de la infraestructura de negociación y liquidación, así como los entes reguladores.

En adición, al Estado le corresponde promover el desarrollo del mercado secundario con el propósito de lograr una eficiente revelación de precios y mercados secundarios líquidos. En efecto, al Banco Central le interesa una eficiente determinación de tasas de interés; al gobierno como administrador de la deuda obtener bajos costos de financiación y al regulador del mercado de valores le interesa una infraestructura que promueva negociaciones eficientes y transparentes, así como que provea oportunidades para la vigilancia del mercado y un adecuado nivel de protección al inversionista.

Es importante mencionar que se pueden presentar obstáculos para el desarrollo de un mercado secundario eficiente y líquido, entre los cuales se encuentra la fragmentación de los valores, que surge de la existencia de diferentes tipos de valores, de múltiples tasas de interés y vencimientos, de diversos tamaños de emisión y frecuencias de colocación. En ese contexto, desde la perspectiva del gestor de política, la fragmentación constituye un serio impedimento para la creación de liquidez y desarrollo de valores *benchmark*⁶².

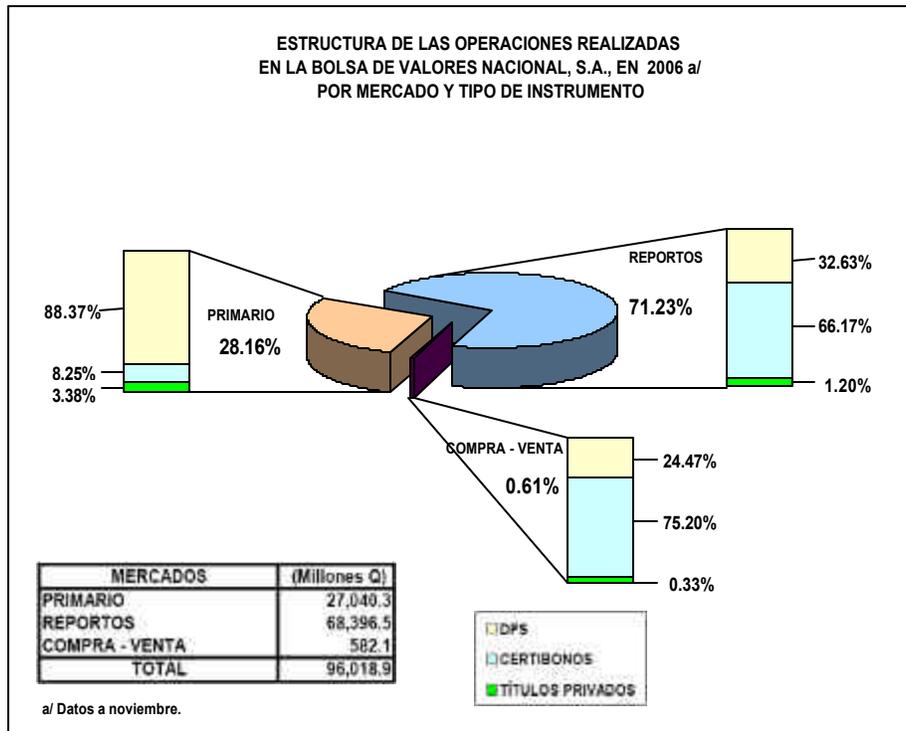
2. Certificados de depósito a plazo

En el mercado secundario guatemalteco se realizan transacciones en los mercados bursátil y extrabursátil. En el primero, se efectúan, entre otras, operaciones de compra y venta de valores en forma definitiva y de reporto, por medio de las bolsas de valores autorizadas para operar en el país; mientras que en el segundo, se realizan operaciones en el mercado interbancario. Los instrumentos negociados en el mercado bursátil incluyen Certibonos emitidos por el Ministerio de Finanzas Públicas, CDPs del Banco Central e instrumentos financieros emitidos por el sector privado. Cabe

⁶² 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.

indicar que no se cuenta con información de los instrumentos financieros negociados en el mercado extrabursátil.

A manera de ilustración, a continuación se muestra la estructura por mercado y tipo de instrumento de las negociaciones en la bolsa de valores que muestra el mayor volumen transado en el mercado.



Como se observa, dentro de las operaciones realizadas por la referida bolsa de valores en el mercado secundario, las operaciones de reporto son las más representativas al alcanzar 71.23%; mientras que las operaciones de compra-venta de valores representan el 0.61%. Es importante hacer notar que no obstante en el mercado primario los CDPs constituyen el 88.37%, en el mercado secundario solamente alcanzan el 32.56%. En ese sentido, se estima que la participación de los CDPs en el mercado secundario se podría incrementar si se eliminara la fragmentación de dichos instrumentos financieros, lo cual constituiría un aporte importante del Banco Central para el desarrollo y la profundización del mercado secundario, y permitiría conocer las



tasas de interés de mercado correspondientes a diferentes plazos para construir la curva de rendimientos.

D. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO DE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

1. Proceso de mejoramiento de las cuentas nacionales y cambio del año base 2001

En resolución JM-103-2006, del 13 de octubre 2006, la Junta Monetaria aprobó la Estrategia de Divulgación de los Resultados del Proceso de Implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93- y cambio del año base (2001) e instruyó al Banco de Guatemala para que a partir de enero de 2007 utilice internamente dicho sistema para la medición de las cuentas nacionales del país y para que se coordine con el sector público, de manera que los resultados de dicho proceso se utilicen oficialmente en el transcurso del primer trimestre de 2007. Con esto, el país adopta una metodología estandarizada a nivel internacional, acorde a las recomendaciones técnicas más actualizadas.

Cabe resaltar que el SCN93 mide las transacciones económicas de los distintos sectores de la economía, particularmente las cuentas de generación, distribución y redistribución del ingreso, las cuentas de capital, las cuentas financieras y los balances, poniendo énfasis en la compilación de las Cuentas de los Sectores Institucionales, constituidos por las Sociedades no Financieras, las Sociedades Financieras, el Gobierno General, los Hogares y las Instituciones sin Fines de Lucro que Sirven a los Hogares; con lo cual se va más allá del cálculo del Producto Interno Bruto que se realizaba en las cuentas nacionales de la base 1958. Esta riqueza de información resulta de suma utilidad para el análisis, planificación y toma de decisiones en los sectores público y privado, debido a que permite, por un lado, medir y, por el otro, identificar las relaciones entre los diferentes agentes económicos.

La información económica y financiera disponible corresponde al período 2001-2005 y cuenta con la medición del PIB por sus distintos enfoques (producción, gasto e ingreso), lo cual se obtiene a partir de la elaboración de los equilibrios de oferta y utilización para 226 productos y de la medición de las



cuentas de producción y generación del ingreso para 143 actividades económicas que se consolidan en el Cuadro de Oferta y Utilización -COU-. Asimismo, se cuenta el Cuadro de Clasificación Cruzada de Industrias y Sectores Institucionales -CCIS-, las Cuentas Económicas Integradas -CEI- y el Cuadro de Flujo de Fondos -CFF-, que en su conjunto conforman el marco central del SCN93.

En el contexto descrito, a partir del 10 de octubre de 2006 el Banco de Guatemala inició el referido programa de divulgación, llevando a cabo una serie de presentaciones y de talleres que tiene por objeto dar a conocer a los agentes económicos públicos y privados, así como a organismos internacionales, en primer lugar, los aspectos metodológicos del proceso de implementación del SCN93 y del cambio de año base (2001) y, en segundo lugar, los resultados obtenidos

2. Cuentas nacionales trimestrales

Como parte del proceso de mejoramiento de las estadísticas económicas nacionales y dentro del marco conceptual del SCN93, en octubre de 2005 el Banco de Guatemala inició el Proyecto de Implementación de Cuentas Nacionales Trimestrales, cuyo objetivo es desarrollar un sistema de cuentas que permita disponer de cuentas nacionales trimestrales, consistente con la serie anual base 2001, esto con el fin de contribuir al seguimiento del comportamiento de la actividad económica en el corto plazo y disponer de información confiable y oportuna para la toma de decisiones de política económica y programación financiera, en especial en el contexto de la aplicación del esquema de metas explícitas de inflación.

El sistema comprende estimaciones del PIB por el lado de la producción y del gasto, a precios corrientes y constantes, utilizando como marco de referencia los datos de las cuentas nacionales anuales. Como parte del proyecto, se principió a levantar las encuestas económicas trimestrales para las actividades de industria, comercio y servicios, las que se complementarán con indicadores seleccionados para las diferentes actividades económicas y en algunos casos se replicará la metodología de cálculo anual, dada la oportunidad de la información.



Con el fin de mejorar la oportunidad de la información básica, se tiene previsto realizar una serie de charlas informativas dirigidas a los proveedores de información de las encuestas trimestrales, así como a instituciones públicas y privadas que dispongan de información de corto plazo, esto para informarles sobre el objetivo del proyecto y mejorar el grado de respuesta a las encuestas trimestrales, además de propiciará un acercamiento con las fuentes de información.

3. Avances en la implementación del Quinto 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 2006 se continuaron realizando acciones concretas; en primer lugar, entre el 12 de junio y el 30 de septiembre de 2006 el Banco central continuó con el programa de encuestas empresariales e institucionales (Segunda Encuesta del Sector Externo -ENCSE2-), con el objetivo de recopilar información económica y financiera correspondiente a 2005 de las entidades siguientes: a) empresas de inversión extranjera directa; b) empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; c) donaciones a instituciones recibidas del exterior; d) organismos internacionales radicados en Guatemala; y, e) empresas de otros servicios. En segundo lugar, en el contexto de la adecuación del registro de las estadísticas cambiarias, se preparó el proyecto de los nuevos formularios relativos al registro estadístico de ingreso y de egreso de divisas y al del Movimiento Diario de Divisas, el cual será sometido a aprobación de la Junta Monetaria en 2007.

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

En 2006 se continuó avanzando en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras -MEMF-, edición 2000, del Fondo Monetario Internacional -FMI-, 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 ese contexto, cabe mencionar que en septiembre de 2006 el FMI incluyó a



Guatemala dentro del grupo de alrededor de 60 países que disponen de información estandarizada conforme al MEMF y que, por lo tanto, están en capacidad de formar parte del Suplemento de Estadísticas Monetarias y Financieras, adjunto al compendio de Estadísticas Financieras Internacionales -EFI-.

Es conveniente indicar que 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 compone por dos grandes grupos; el primero, integrado por las sociedades de depósito, entendiéndose como tal a todas las instituciones financieras que tienen la facultad de crear dinero, tales como el banco central, los bancos, las sociedades financieras, las entidades fuera de plaza (*off shore*) y las cooperativas de ahorro y crédito; y, el segundo grupo está conformado por las otras sociedades financieras, tales como compañías de seguros y fianzas, almacenes generales de depósito, casas de bolsa, entidades emisoras de tarjetas de crédito, entre otros. En ese contexto, es conveniente indicar que ya se dispone de información estadística compilada conforme al MEMF para la totalidad de las instituciones que integran el sector de las sociedades de depósito. Asimismo, se está analizando la información contable recibida de las otras sociedades financieras supervisadas por la Superintendencia de Bancos, con el propósito de compilar la información estandarizada que permita la construcción de agregados de liquidez más amplios.

5. Fortalecimiento de la calidad de la información bancaria y mejoramiento de los mecanismos de divulgación

Uno de los elementos fundamentales que coadyuvan a la mejor toma de decisiones en materia de política monetaria, cambiaria y crediticia, es la calidad y oportunidad de la información bancaria. En ese sentido, se considera importante fortalecer la calidad de la referida información, así como mejorar los mecanismos de divulgación del ente de vigilancia e inspección.

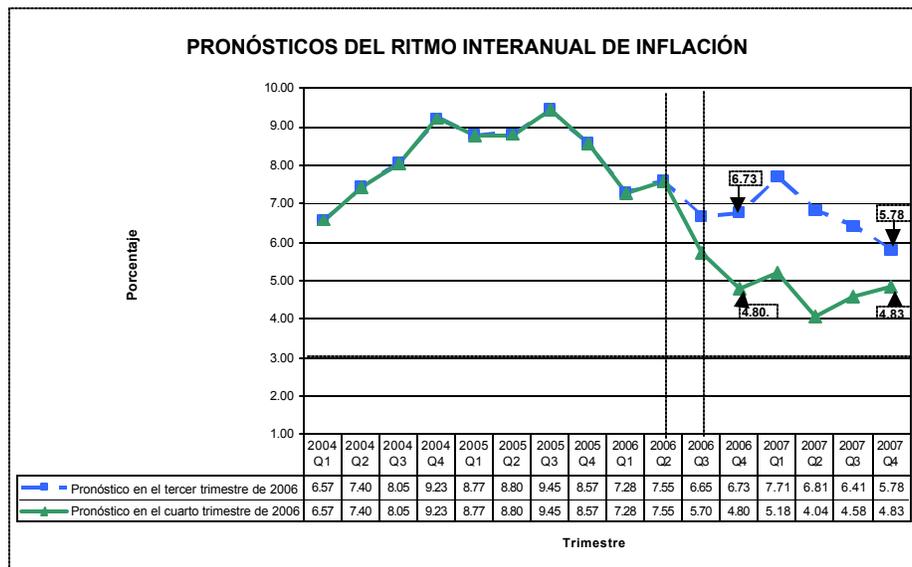
V. ANÁLISIS DE TEMAS DE NATURALEZA EMPÍRICA

A. RESULTADOS DEL CUARTO CORRIMIENTO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

1. Pronósticos de inflación de mediano plazo

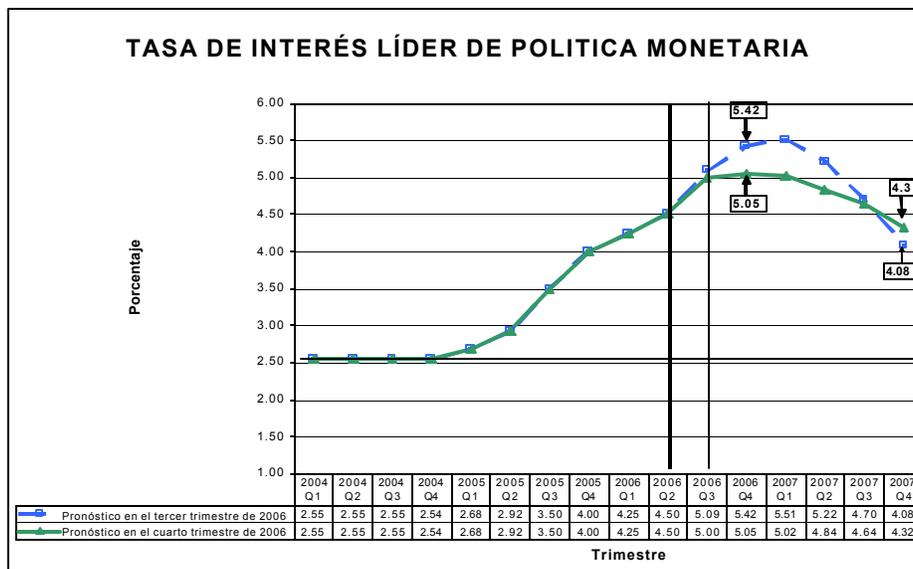
En noviembre de 2006 se llevó a cabo el cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación.

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



Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del cuarto corrimiento (línea continua de triángulos), para el cuarto trimestre de 2006 se espera que la inflación interanual se sitúe en 4.80%, mientras que para el cuarto trimestre de 2007 se espera que dicha variable se sitúe en 4.83%. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca a la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁶³.

En otras palabras, se supone que el Banco Central implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, la tasa de interés en operaciones de estabilización monetaria a 7 días. En la gráfica siguiente se ilustra la trayectoria para dicha tasa (línea continua de triángulos) que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.



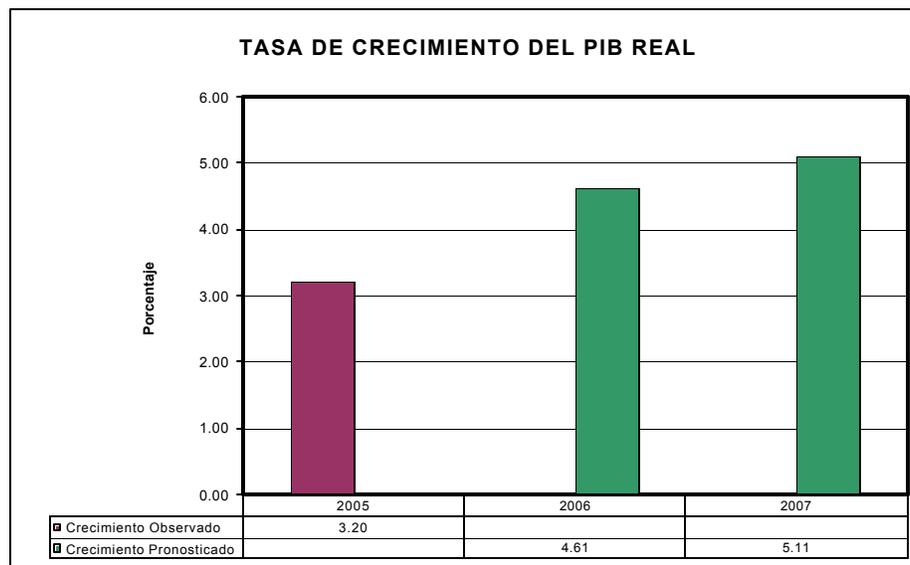
El valor promedio observado de la tasa de interés líder de política monetaria registrado en el tercer trimestre de 2006 fue de 5.0%, mientras que para el cuarto trimestre de 2006, de acuerdo con el cuarto corrimiento del MMS, dicha tasa de interés se situaría en un promedio trimestral de 5.05%. A partir del primer trimestre de 2007 se iniciaría una trayectoria descendente de

⁶³ El modelo está calibrado de manera que, en el largo plazo, la inflación converja a una tasa de 3% anual.

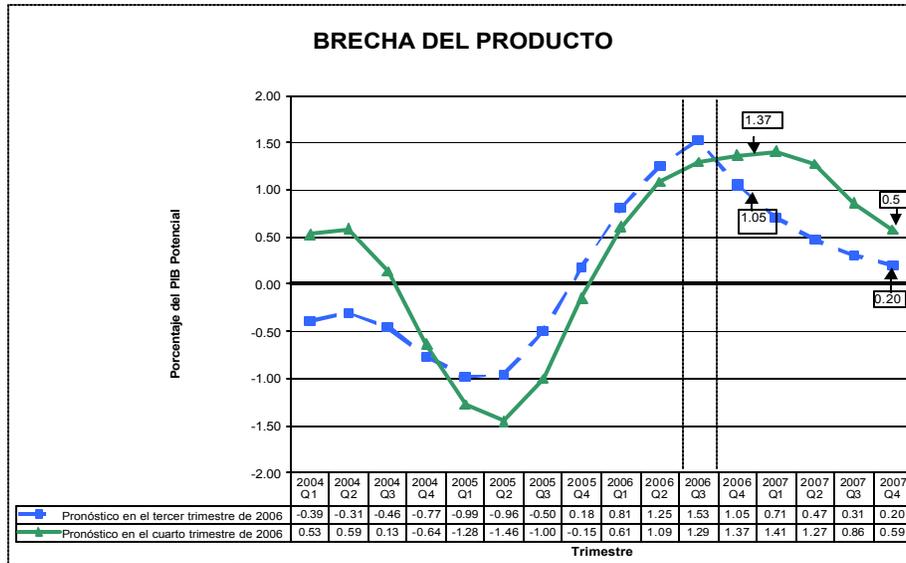
la tasa, ubicándose en 5.02%, 4.84%, 4.64% y 4.32% en los trimestres primero, segundo, tercero y cuarto, respectivamente, de 2007.

En relación con la actividad económica real, en la gráfica siguiente se muestran las tasas de crecimiento del PIB que, según el cuarto corrimiento del MMS, serían compatibles con los pronósticos de inflación y de tasas de interés presentados. Como se observa en dicha gráfica, las correspondientes tasas de crecimiento anual del PIB real serían de 4.61% en 2006 y de 5.11% en 2007.

Las anteriores tasas de crecimiento del PIB real se derivan del pronóstico de brecha del producto⁶⁴ que genera el MMS. De acuerdo con la gráfica, la brecha del producto ha sido positiva y creciente desde el primer trimestre de 2006 hasta el tercer trimestre de 2006; a partir de este último trimestre se espera que la brecha continúe aumentando a tasas decrecientes hasta el primer trimestre de 2007 y que luego comience a decrecer hasta converger a su nivel estacionario.

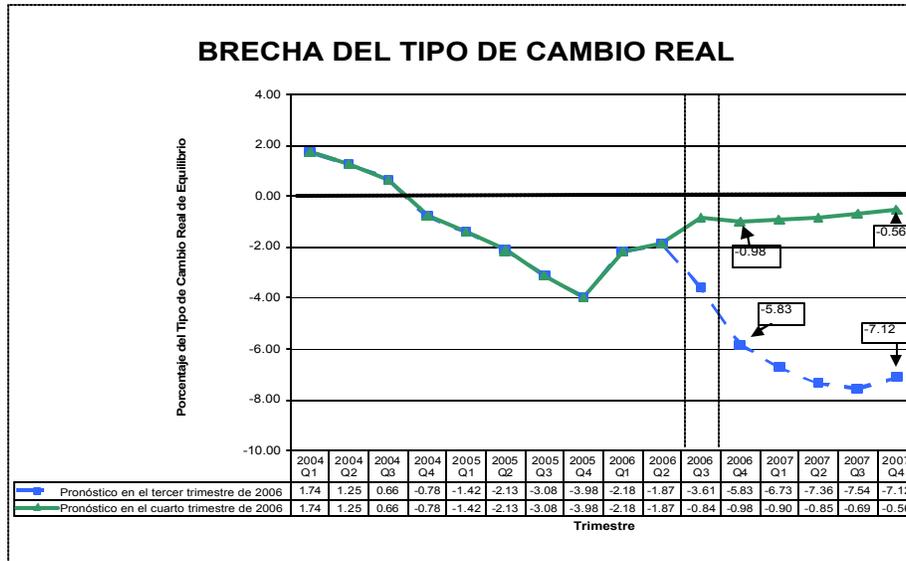


⁶⁴ La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial. Por su parte, el producto interno bruto potencial se define como el nivel del producto interno bruto que no induce presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁶⁵ consistente con los pronósticos reportados puede apreciarse en la gráfica siguiente (línea continua). De acuerdo con tal gráfica, la brecha del tipo de cambio real fue negativa en el tercer trimestre de 2006 (-0.84%), lo que indicaría que el quetzal estaría apreciado en términos reales, en comparación con su valor de equilibrio de largo plazo. Luego, según el pronóstico, el valor absoluto de la brecha negativa aumenta ligeramente en el primer trimestre de 2007 (-0.98%), para luego reducirse y tender a converger a cero (valor estacionario) en el resto de 2007.

⁶⁵ La brecha del tipo de cambio real se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el valor tendencial (o valor de equilibrio) de dicha variable, medida como porcentaje del tipo de cambio real tendencial o de equilibrio.



Finalmente, en el cuadro siguiente se presenta un resumen de los pronósticos de mediano plazo del ritmo inflacionario interanual, de la tasa de interés de política monetaria, de la brecha del producto, de la tasa de crecimiento del PIB y de la brecha del tipo de cambio real, proporcionados por el MMS en su cuarto corrimiento de 2006.

PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO					
Fecha	Ritmo Inflacionario Interanual	Tasa de Interés Líder	Brecha de Producto	Tasa de Crecimiento del PIB	Brecha Tipo de Cambio
2005Q1	8.77	2.68	-1.28		-1.44
2005Q2	8.80	2.92	-1.46		-2.11
2005Q3	9.45	3.50	-1.00		-3.01
2005Q4	8.57	4.00	-0.15	3.20	-3.91
2006Q1	7.28	4.25	0.61		-2.11
2006Q2	7.55	4.50	1.09		-1.81
2006Q3	5.70	5.00	1.29		-0.81
2006Q4	4.80	5.05	1.37	4.61	-0.91
2007Q1	5.18	5.02	1.41		-0.91
2007Q2	4.04	4.84	1.27		-0.81
2007Q3	4.58	4.64	0.86		-0.61
2007Q4	4.83	4.32	0.59	5.11	-0.51

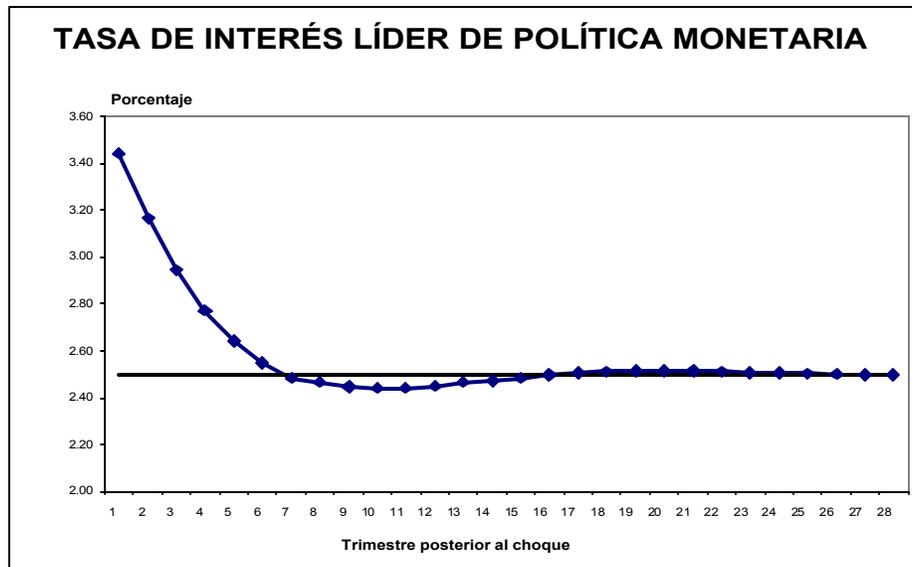


2. Efecto en la inflación y en la tasa de crecimiento económico de un incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria

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

La siguiente gráfica ilustra el impacto de un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria y la dinámica de dicha variable luego del impacto. El valor de estado estacionario⁶⁶ de esta variable es de 2.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de dieciséis trimestres luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo siete trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del octavo trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel, y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 2.5%.

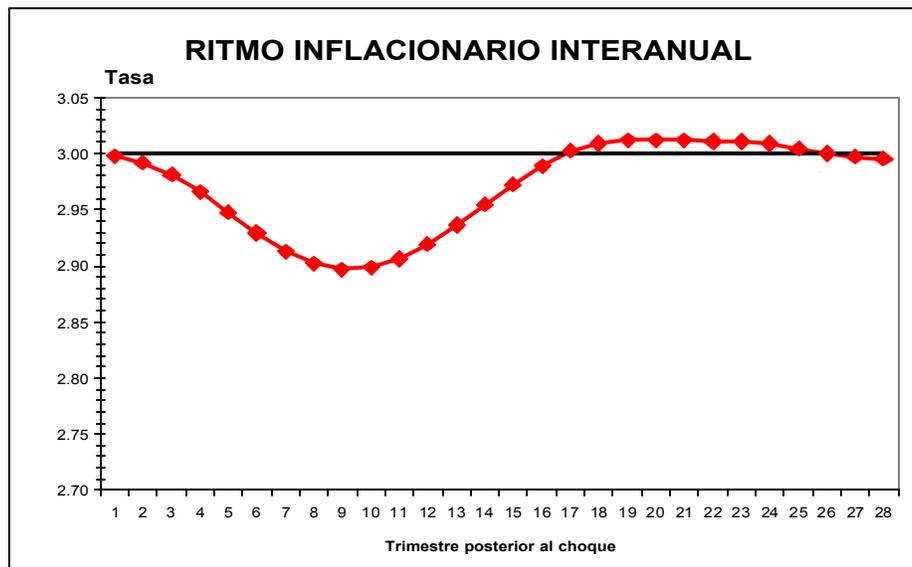
⁶⁶ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas.



La gráfica siguiente ilustra el efecto del incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés induce a una reducción en la brecha del producto, es decir, que el producto observado llega a reducirse hasta 0.06%, en el tercer trimestre, con respecto al producto potencial. Sin embargo, el choque aludido tiende a diluirse y el producto observado converge hacia su nivel potencial, por lo que la brecha del producto tiende a cero.



Tal como se ilustra en la gráfica siguiente, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés de política genera una disminución creciente de la tasa de inflación, la cual llega a 2.9% en el noveno trimestre; seguidamente, dicha tasa converge a su estado de equilibrio de largo plazo 16 trimestres luego del choque. Cabe mencionar que un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés de política, conduce a una disminución acumulada en 16 trimestres de 0.02 puntos porcentuales.

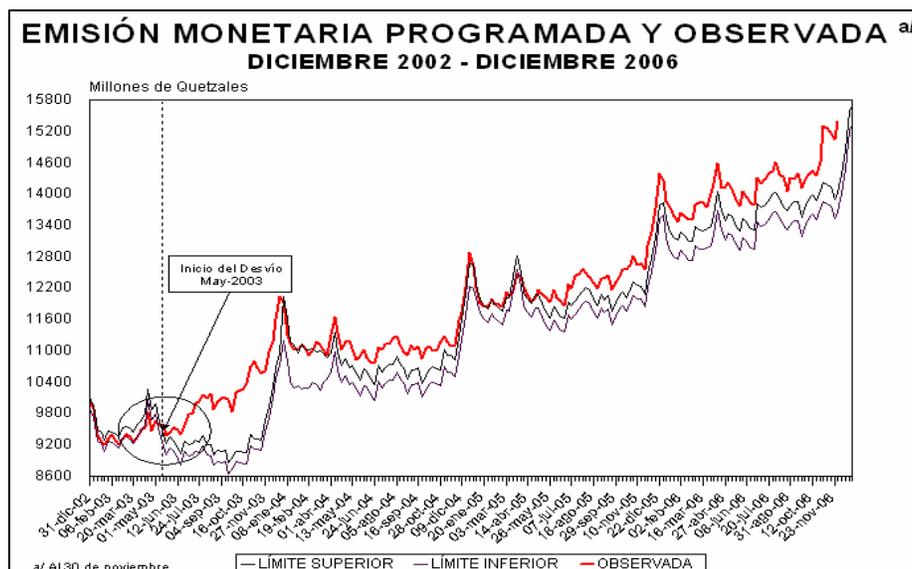


B. EFECTO DE LOS DESVÍOS DE LA EMISIÓN MONETARIA EN EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

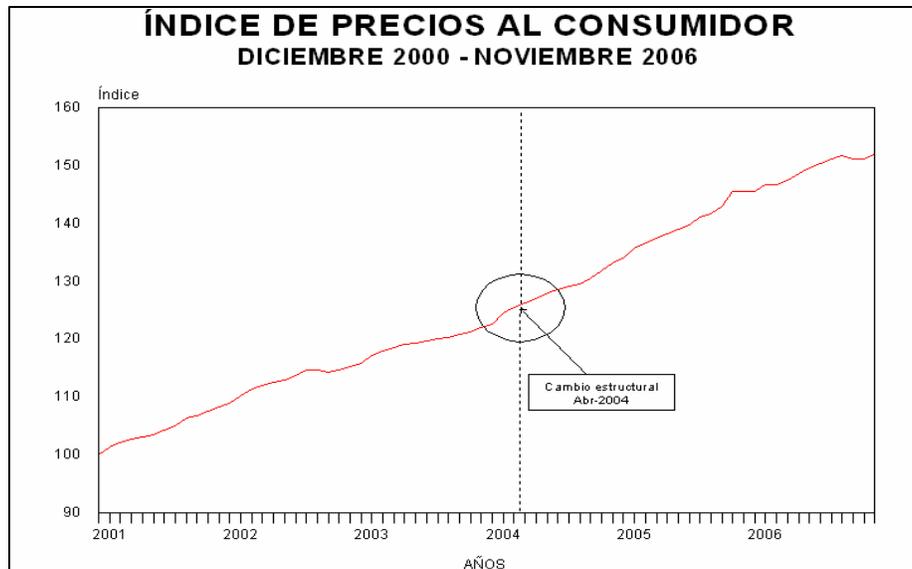
El presente apartado tiene como propósito determinar el efecto que puede tener el desvío de la emisión monetaria sobre el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Para tal propósito, se construyó un modelo econométrico para establecer el grado de sensibilidad del IPC ante variaciones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

El modelo incluye observaciones mensuales comprendidas entre diciembre de 2000 y noviembre de 2006. Además, incorpora una variable dicótoma (*dummy*) con el objetivo de diferenciar los períodos en los cuales ha existido desvío en la emisión monetaria respecto del límite superior del corredor programado para dicha variable.

De conformidad con lo mencionado, la evaluación del efecto del desvío de la emisión monetaria en el IPC requiere hacer un análisis econométrico de cambio estructural, para el cual se consideró conveniente iniciar con un análisis gráfico que pudiera evidenciar si la variable dependiente efectivamente muestra un cambio de comportamiento a partir de la existencia de los referidos desvíos. En ese sentido, en la gráfica siguiente se muestra el comportamiento de la emisión monetaria observada respecto de su corredor programado en el período comprendido entre diciembre de 2002 y diciembre de 2006. En dicha gráfica se evidencia que la emisión monetaria ha tenido desvíos, por lo general, por encima del límite superior del citado corredor, los cuales inician en mayo de 2003.



Por otra parte, en la siguiente gráfica se muestra la serie del IPC comprendida entre diciembre de 2000 y noviembre de 2006, en la cual se observa que existe un aparente cambio estructural (que podría ser de nivel o de tendencia) doce meses después de la fecha en que se empezaron a registrar desvíos en la emisión monetaria.



Por lo indicado, para determinar si efectivamente se da el cambio estructural en la emisión monetaria y si el cambio es de nivel o de tendencia, se utilizó la prueba de *Chow*⁶⁷. El resultado de dicha prueba indica con un 95% de confianza que la referida serie presenta un cambio estructural coincidente con el detectado en el análisis gráfico (abril de 2004), pero dicha prueba no permite establecer si el cambio estructural es de nivel o de tendencia. En ese sentido, se hicieron dos regresiones econométricas⁶⁸ las cuales dividen el período en dos partes: la primera, antes del efecto del desvío de la emisión monetaria (de diciembre de 2000 a marzo de 2004) y, la segunda, después de iniciado el citado efecto (de abril de 2004 a noviembre de 2006). El resultado de ambas regresiones indica que estadísticamente existe un cambio en la pendiente de la regresión, lo cual confirmaría que el cambio estructural es de tendencia.

Considerando lo anterior, se procedió a hacer el análisis de elasticidad emisión-IPC utilizando el siguiente modelo:

$$\ln(IPC_t) = b_0 + b_1 \ln(EM_{t-12}) + b_2 \ln(EM_{t-11} * dummy) + residuos$$

⁶⁷ La prueba de Chow consiste en estimar el modelo econométrico original dividiendo la muestra en dos subperíodos en el punto en el que se da un cambio de comportamiento, evaluando si existen diferencias significativas entre ambos subperíodos; de ser este el caso, entonces existiría un cambio estructural.

⁶⁸ El modelo utilizado tiene la siguiente forma funcional: $IPC_t = \beta_0 + \beta_1 dummy + \beta_2 emisión_monetaria_{t-12} + \beta_3 emisión_monetaria_{t-12} * dummy + residuos$. Si los coeficientes asociados a la variable dicótoma son estadísticamente significativos, el cambio estructural sería de nivel y de pendiente. En nuestro caso, sólo β_3 resultó ser significativo, por lo que el cambio estructural es de pendiente (tendencia).



Donde:

Ln = logaritmo natural

IPC = Índice de Precios al Consumidor base 2000

EM = emisión monetaria en millones de quetzales
(desestacionalizada)

$dummy$ = variable dicótoma (0 para períodos sin desvío y 1 para
períodos con desvío)

Los resultados econométricos son consistentes⁶⁹ y estadísticamente significativos al 5%, e indican un efecto poco relevante de los desvíos de la emisión monetaria en el comportamiento del IPC; asimismo, se estableció que el rezago más significativo es de 12 meses.

**Estimación del coeficiente de elasticidad emisión-IPC
(Mínimos Cuadrados Ordinarios)**

Variable dependiente: $Ln(IPC)_t$

Variable	Coefficiente	T estadística	Probabilidad
$Ln(EM)_{t(-12)}$	0.55844	17.400	0.0000
$dummy_{t(-11)}$	0.00374	3.021	0.0035
C	-0.30052	-1.038	0.3032
MA(1)	0.78549	11.417	0.0000
R²	0.982	F estadística	1213.476
R² ajustado	0.981	Probabilidad	0.0000

Período: diciembre 2000 - noviembre 2006

De los resultados obtenidos se puede concluir que, en ausencia de desvíos en la emisión monetaria, la elasticidad emisión-IPC es de 0.55844, lo que significa que ante variaciones de 1.0% en el nivel de la emisión monetaria, el IPC varía en aproximadamente 0.6%, con un rezago de 12 meses. Por otra parte, si se considera el efecto de los desvíos en la emisión monetaria, dicho coeficiente sube a 0.56218 (0.55844 + 0.00374) y el rezago baja a 11 meses.

⁶⁹ El modelo presentaba el problema de correlación serial de los residuos (autocorrelación), el cual fue corregido mediante un Proceso de Promedios Móviles de Primer Orden MA(1).



VI. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES

El desempeño de la política monetaria en Guatemala está expuesto a factores externos, en particular, los provenientes de su principal socio comercial (los Estados Unidos de América). Uno de los principales riesgos que caracterizan el panorama económico mundial es la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía del referido país, reflejados en sus altos déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos. En el caso de la corrección del déficit en cuenta corriente, ésta podría lograrse, por una parte, si continúa la depreciación del dólar estadounidense respecto de algunas monedas y, por la otra, si se contiene el déficit fiscal, como ha sido anunciado.

La situación descrita ha repercutido en que exista una relevante sobre-liquidez de dólares de los Estados Unidos de América en los mercados financieros internacionales que se ha manifestado en flujos de capital privado hacia los países con economías de mercados emergentes.

En lo que concierne a la política monetaria de ese país, cabe indicar que la Reserva Federal en 2006 aumentó su tasa de interés objetivo en 100 puntos básicos, esto es, de 4.25% a 5.25%. Este aumento debió, por una parte, contener la salida de capitales de la economía estadounidense y, por la otra, incentivar el flujo de recursos financieros hacia esa economía.

Las medidas de política macroeconómica mencionadas podrían reducir el flujo de dólares de la economía estadounidense hacia el resto del mundo y, por lo tanto, coadyuvar a eliminar el exceso de oferta que ha venido propiciando la apreciación de monedas locales. Sin embargo, se prevé que la reducción de dicho flujo continuará a un ritmo muy lento.

B. COMPORTAMIENTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO

Durante el primer semestre de 2006 el precio del petróleo se mantuvo en niveles altos, ubicándose a finales de junio en alrededor de



US\$75.00 por barril; sin embargo, a partir de la primera semana de agosto, el precio internacional del crudo comenzó a observar una tendencia hacia la baja. Al respecto, el escenario base (es decir, el más probable debido a las condiciones del mercado de dicho insumo) estimado para diciembre 2006 por la empresa *Global Insight*, empresa de reconocido prestigio en el análisis del mercado mundial de petróleo, supone que el precio internacional del barril de petróleo se mantenga en niveles cercanos a US\$61.00 por barril, por lo que se considera que las proyecciones econométricas del Banco Central constituyen una guía razonable de lo que, en ausencia de factores exógenos, podría esperarse para fin de año. En este sentido, con datos observados de inflación a noviembre, y considerando que el precio internacional del petróleo permanezca en el nivel indicado en lo que resta de 2006, se esperaría, con base en las estimaciones econométricas citadas, que el ritmo inflacionario se ubique para diciembre de 2006 en 4.93%, dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (6% +/- 1 punto porcentual).

No obstante lo indicado, el precio internacional del petróleo continúa registrando volatilidad, debido a su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. Sobre el particular, el FMI ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, entre la oferta y la demanda mundial del crudo, e indica que para que el comportamiento volátil del precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diarios. Por su parte, *Global Insight* señala que en 2006 la oferta mundial de crudo se situará en 85.29 millones de barriles diarios, en tanto que la demanda se situará en 84.48 millones de barriles diarios, lo que da como resultado una brecha de 0.81 millones de barriles diarios.

En el contexto descrito, la caída en el precio internacional del petróleo en la segunda mitad del año, ha contribuido en parte a desacelerar el ritmo inflacionario, el cual a noviembre de 2006 se ubicó en 4.40%. Asimismo, se prevé que no ocurran cambios relevantes en la oferta y en la demanda de petróleo al finalizar 2006, que incidan en un aumento significativo en el precio internacional del petróleo y que pongan en riesgo la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria para este año.



C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Ante la actual coyuntura internacional y nacional, a efecto de propiciar una mayor efectividad de la política monetaria, la Junta Monetaria en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, ha venido orientando las medidas de política monetaria a fin de minimizar los efectos adversos de los factores internos y externos en la generación de expectativas inflacionarias; todo ello en el entendido de que las actuaciones de la autoridad monetaria deben realizarse con la debida gradualidad y prudencia. En ese contexto, la Junta Monetaria con el propósito de aplacar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y de enviar un mensaje de certeza del compromiso del Banco Central de continuar velando por la estabilidad en el nivel general de precios, incrementó en 2006 la tasa de interés líder de la política monetaria en tres ocasiones: en abril de 4.25% a 4.50%; en junio de 4.50% a 4.75%; y, en julio de 4.75% a 5.00%.

Los incrementos en la tasa de interés líder y la reducción del precio internacional del petróleo, permitirán, según las proyecciones econométricas disponibles, cumplir la meta de inflación determinada por la autoridad monetaria para 2006. No obstante, es preciso señalar que aún hay espacio para mejorar el desempeño de la política monetaria, en particular adoptar medidas que tiendan, por una parte, a elevar la efectividad de las operaciones de estabilización monetaria y, por la otra, a flexibilizar la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.



Atentamente,

Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos

Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones
Económicas

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

F. Danilo Estada P.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

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

Jorge A. del Cid Aguilar
Subdirector
Depto. Internacional

Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica

Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero

F. Estuardo García Alburez
Secretario

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala en sesión celebrada el 13 de diciembre de 2006.

Mca/whm



ANEXOS



ANEXO 1

ANÁLISIS DE LAS CALIFICADORAS INTERNACIONALES DE RIESGO, RESPECTO DEL IMPACTO MACROECONÓMICO, DERIVADO DE LA RECIENTE SUSPENSIÓN DE OPERACIONES DEL BANCO DEL CAFÉ, S.A.

Derivado de la suspensión por parte de las autoridades monetarias de Guatemala a las operaciones del Banco del Café, S.A., dos agencias internacionales calificadoras de riesgo: *Fitch Ratings* y *Standard and Poor's* se pronunciaron respecto del impacto macroeconómico que podría tener la referida suspensión.

En efecto, *Fitch Ratings* en su reporte titulado “Intervención de Banco del Café, S.A. (Bancafé)”, analiza los factores claves que podrían afectar la calidad crediticia de la República de Guatemala. Sobre el particular, dicha calificadora indicó que no se espera que la reciente intervención y la liquidación planificada de la entidad, el cuarto banco en importancia de Guatemala, ponga en peligro las calificaciones de riesgo soberano por el momento, dada la prontitud de las acciones adoptadas por las autoridades y que la referida suspensión bancaria no resultará en una crisis sistemática. Asimismo, resaltó que la rápida y eficiente implementación de la estrategia del ente regulador del sistema financiero para liquidar la institución permitiría a los agentes económicos mantener la confianza en el sistema financiero guatemalteco.

Asimismo, señaló que a pesar que el costo económico de la suspensión del Banco del Café, S.A., en términos de la contribución a una potencial inestabilidad macroeconómica y pérdida de crecimiento, resulta difícil de estimar, el costo neto para el sector público deberá ser relativamente bajo en términos de PIB, dado que el gobierno no pretende recapitalizar el banco ni asumir alguna obligación del fideicomiso creado para liquidar los activos de la referida entidad. Adicionalmente, resaltó que a la fecha no han existido desembolsos por soporte de liquidez y pago de garantías sobre depósitos. Sin embargo, si las autoridades cambiaran su estrategia y asumieran las obligaciones del fideicomiso, el costo fiscal final se determinará por el nivel de recuperaciones alcanzado y el grado en que las autoridades se apoyen en los bancos comerciales privados para recapitalizar el Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA-.



En el contexto anterior, *Fitch* destacó que la perspectiva de las calificaciones de Guatemala es estable, ya que las presiones económicas y financieras que pudieran surgir debido de la reciente suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A., parecen estar contenidas, como resultado de las prontas acciones tomadas por la Superintendencia de Bancos, la favorable situación de la finanzas públicas y la mejoría sostenida en los fundamentos de la economía.

Por su parte, la calificadora internacional *Standard & Poor's* ratificó la calificación para la deuda soberana de Guatemala, en 'BB' para la deuda de largo plazo en moneda extranjera y de BB+ para la deuda de largo plazo en moneda nacional. Asimismo, para la deuda de corto plazo la calificación permanece en B; es decir, que las perspectivas sobre las valuaciones permanecen estables, aun con la suspensión de operaciones del Banco del Café, S.A.

De conformidad con lo indicado por *Standard & Poor's*, el impacto sistémico por la suspensión de operaciones de la referida institución bancaria será limitado, a pesar de la alta dependencia del sistema financiero en el financiamiento externo. Asimismo, dicha calificadora afirmó que la suspensión fortalecerá la credibilidad tanto de la autoridad monetaria como de las autoridades encargadas de la supervisión financiera, debido a que ello demuestra la efectividad de las reformas a la legislación financiera guatemalteca realizada en 2002.

Por último, *Standard & Poor's* considera que dada la oportuna intervención del ente regulador, el costo fiscal de la suspensión será pequeño y que, cualquier costo adicional cargado al FOPA puede ser restituido a éste, en un tiempo razonable. Por otra parte, considera que, si las autoridades monetarias no hubieran efectuado las normas prudenciales, no sólo se hubiera comprometido la calidad de los activos de Banco del Café, S.A., sino que también se hubiese visto amenazada la posición externa tanto del banco, como del sistema bancario en su conjunto.



ANEXO 2

CRECIMIENTO ECONÓMICO: ASPECTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA

I. INTRODUCCIÓN

La importancia del crecimiento radica en su efecto directo sobre el bienestar de las personas. En tanto mayor sea la diferencia entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de crecimiento de la población, mayor será el incremento en el bienestar general del país. Estudios recientes⁷⁰ han demostrado que existe una relación positiva entre crecimiento económico y reducción de la pobreza. Específicamente se ha encontrado que un aumento de un punto porcentual en el ingreso promedio de la sociedad se traduce en un aumento de la misma proporción en el ingreso promedio del 20% más pobre de la población.

Por años el crecimiento económico y sus determinantes han captado la atención de la literatura macroeconómica. Los determinantes del crecimiento son importantes porque permiten caracterizar las economías, inferir acerca de la sostenibilidad del crecimiento y detectar posibles fuentes de crecimiento que aceleren la actividad económica en un país. Este anexo tiene como objetivo identificar los distintos factores que influyen en el crecimiento y su relación con las políticas y, presentar evidencia sobre el desenvolvimiento económico de la economía guatemalteca. El anexo está organizado de la siguiente manera: en la primera parte se expone una breve introducción; en la segunda parte se presentan los factores de producción directos (trabajo, capital e investigación y desarrollo) e indirectos que afectan el crecimiento. En la tercera parte, se describen las principales políticas que la literatura identifica como influyentes en el crecimiento y se dan a conocer dos estrategias para el crecimiento: de corto plazo para acelerar el crecimiento y de mediano y largo plazos para hacerlo sostenible en el tiempo.

Asimismo, en la cuarta parte se presenta el análisis para la economía guatemalteca, que incluye una breve caracterización de la economía nacional,

⁷⁰ Barro, Robert. "Inequality, Growth, and Investment". Washington, DC 1999 and Dollar and Kraay. "Growth and Poverty". Washington, DC. 2001.



estimaciones econométricas para identificación de las fuentes del crecimiento y su contribución para el período 1960-2006 y la relación crecimiento e inversión. Por último, se presentan algunas reflexiones.

II. EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este capítulo se presenta un análisis general de los determinantes del crecimiento económico y de las principales interrelaciones que la literatura⁷¹ sobre crecimiento permite identificar.

A. Factores próximos o directos vinculados al crecimiento económico⁷²

La teoría y los estudios empíricos muestran que el crecimiento económico de largo plazo de las economías está asociado a la acumulación cuantitativa y cualitativa de factores productivos y al grado de eficiencia en su utilización. Entre los factores productivos se encuentran: el capital físico y el factor trabajo (capital humano) que incluye trabajo calificado y no calificado. Por otro lado, es importante la eficiencia en el uso de los factores productivos, que en la literatura se identifica como la productividad total de los factores (PTF). Además, de estos factores algunos autores señalan la importancia del gasto de los países en investigación y desarrollo, el cual se asocia a la búsqueda constante de mejoras tecnológicas y al descubrimiento de nuevos productos que incrementen la productividad del capital y del trabajo.

La literatura sobre crecimiento económico ha encontrado que existe una robusta correlación entre tasas de inversión y crecimiento, y además, en países en desarrollo la relación entre inversión en equipo y crecimiento también resulta ser robusta. Con relación al capital humano, existe una relación positiva entre capital humano y crecimiento económico. Esta relación aunque no es completamente válida por la evidencia macroeconómica, la evidencia microeconómica es contundente en sus resultados. Asimismo, se puede aseverar que existe un amplio consenso en que la acumulación de

⁷¹ Temple, Jonathan. "The New Growth Evidence". 1999. Easterly, W. "National Policies and Economic Growth: A reappraisal", New York University, Mimeo 2003. Ahn, S. y P. Hemmings. "Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence", Washington 2000.

⁷² Temple, Jonathan "The New Growth Evidence". 1999. Ahn, S. y P. Hemmings. "Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence". Washington 2000.



capital humano es necesaria pero no suficiente para crecer. En este sentido, un desafío clave es introducir las condiciones bajo las cuales expandir la educación es más beneficioso para los países. Esto se relaciona con un adecuado marco institucional, inversión en capital físico y creación de puestos de trabajo que favorezcan la eficiencia.

El monto y la calidad del gasto social (público y privado) en educación y salud afecta directamente la acumulación de capital humano y, por consiguiente, el crecimiento económico. Con relación a la educación, se puede afirmar que el desarrollo de una política de educación y capacitación requiere de un profundo entendimiento de la naturaleza de la estructura institucional, sus debilidades y áreas factibles para acciones de política. Por su parte, la evidencia microeconómica distingue entre distintas etapas de la educación, encontrando un retorno más alto en la educación primaria comparada con la educación secundaria y universitaria.

Respecto a la salud, existe evidencia acerca del efecto causal de la salud sobre los salarios y la productividad para la población de bajos niveles de ingreso, donde el retorno de la salud es más alto. Además, el retorno del gasto en salud es más alto para personas con bajo nivel de salud y en actividades laborales que requieren mayor fuerza física⁷³. Las acciones en ésta área también implican un profundo conocimiento de la estructura institucional y el nivel de salud de la población para priorizar acciones.

B. Factores indirectos del crecimiento económico

Además de las fuentes cercanas al crecimiento económico señaladas, existen factores vinculados al crecimiento, los cuales lo afectan de forma indirecta. Entre estos factores se encuentran:

1. La apertura económica

La evidencia ilustra que economías más abiertas tienden a crecer más rápido como resultado de la especialización inducida, las

⁷³ Strauss, J. y D. Thomas. "Health, Nutrition and Economic Development", Journal of Economic Literature, Vol. XXXVI. June 1998.



economías de escala, la mayor competencia en el sector de bienes transables y el acceso a mejores insumos, productos e ideas.

La apertura externa esta vinculada, principalmente, a la remoción de barreras arancelarias y no arancelarias para la promoción del comercio. La reducción de las barreras al comercio y su relación con el crecimiento puede enfocarse por dos vías: la primera mediante acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales y la segunda, mediante la apertura unilateral. En general, se considera que la apertura tiene efectos positivos sobre el crecimiento. Sin embargo, algunos economistas consideran que la apertura unilateral y gradual tiene efectos mayores en economías pequeñas.

Desde el punto de vista teórico, las ganancias del comercio en el corto y mediano plazos se originan por la absorción de las ventajas comparativas (especialización entre países), economías de escala (ampliación de mercados) y exposición a la competencia de las firmas domésticas. Por otro lado, los modelos de crecimiento endógeno sugieren que el comercio en el largo plazo puede incrementar la generación y difusión del conocimiento a través de tres mecanismos: primero, aprender haciendo (*learning-by-doing*), lo que implica economías dinámicas de escala; segundo, la invención, pues la existencia de mercados más grandes genera incentivos para la investigación y desarrollo y nuevos descubrimientos; y tercero, la difusión del conocimiento; la cual, según la experiencia internacional, en países que son más abiertos al resto del mundo tienen más oportunidad de absorber las ventajas técnicas generadas por los países más avanzados.

2. Mercado financiero

En general la evidencia ha sugerido una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Sin embargo, problemas de medición y causalidad resultan ser serios en este tipo de estudios, esto porque no existe una dirección de causalidad robusta entre crecimiento y desarrollo financiero. La relación entre sector financiero y crecimiento económico puede analizarse en tres direcciones: primero, el efecto sobre la eficiencia en la transformación del ahorro, lo que se relaciona con el diferencial entre las tasas activas y pasivas (costos de intermediación financiera) del



mercado financiero, estructuras de mercado no competitivas, regulación inapropiada y altos costos de operación. Segundo, el efecto sobre la tasa de ahorro; por un lado, un sistema financiero sólido puede disminuir el ahorro preventivo y, por el otro, puede incrementar el retorno del ahorro en términos del consumo presente. Por lo tanto, el efecto sobre el ahorro del mercado financiero es ambiguo. Tercero, el mercado financiero tiene efectos sobre la eficiencia en la asignación del capital: la eficiencia y el perfil de riesgo de los proyectos donde se asignan los fondos puede tener efectos sobre el crecimiento. La evidencia sugiere que sistemas financieros más “conservadores” apoyan menos al crecimiento económico.

3. Estabilidad macroeconómica

Existe amplio consenso en el sentido de que la estabilidad macroeconómica es condición necesaria para un crecimiento sostenido, contribuyendo al crecimiento a través de la reducción de la incertidumbre. La evidencia encuentra los signos esperados en entre crecimiento y variables tales como déficit fiscal, inflación e inestabilidad del tipo de cambio real. La volatilidad en estas variables está relacionada negativamente con el crecimiento económico. Asimismo, se encuentra que existe una relación negativa entre volatilidad del producto y el crecimiento de largo plazo. Dada la importancia de la estabilidad macroeconómica, este aspecto es abordado con mayor grado de detalle en el apartado relativo a políticas vinculadas al crecimiento económico.

4. Tamaño del gobierno

El tamaño de gobierno usualmente se relaciona con el gasto en consumo de gobierno, el cual se refiere principalmente a sus gastos corrientes. Con relación al tamaño de gobierno no existe evidencia significativa de que altos niveles de consumo de gobierno pueden ser dañinos para el crecimiento económico. Algunos economistas encuentran una relación negativa entre consumo de gobierno y crecimiento. Sin embargo, es difícil encontrar evidencia empírica que favorezca la hipótesis que un gobierno pequeño acelere el crecimiento económico. En general, se puede aseverar que el tamaño del



gobierno no importa mucho, sino la calidad del mismo. Por ejemplo, gobiernos más transparentes y eficientes contribuyen positivamente al crecimiento económico.

5. Gastos de gobierno en infraestructura

La evidencia empírica sugiere que la proporción de inversión pública en transporte y comunicaciones está robustamente relacionada con el crecimiento. Al parecer, el gasto en infraestructura incrementa el retorno social de la inversión en general.

6. Desigualdad

La desigualdad socioeconómica es fuente de conflictos sociales. Países más desiguales tienden a tener más inestabilidad política y social, lo cual afecta negativamente el clima de inversión y de negocios. La literatura ha tendido a coincidir en que una alta desigualdad tiene efecto negativo sobre el crecimiento futuro, aunque la evidencia no es totalmente convincente; ha sido difícil encontrar un caso en que la desigualdad es positiva para el crecimiento económico. Asimismo, es importante hacer notar que el hecho de que la alta desigualdad afecta el crecimiento no implica que el gobierno debería de enfocarse específicamente en políticas re-distributivas, en virtud de que políticas re-distributivas mal diseñadas pueden traducirse en altos costos en términos de eficiencia.

7. Crecimiento de la población

La mayoría de economistas ha coincidido en que el crecimiento de la población tiene efectos negativos sobre crecimiento económico. Los argumentos están relacionados con la probable caída del capital humano promedio y el incremento en la relación trabajo-capital. Además, la evidencia sugiere que la tasa de matriculación escolar es menor en países con altas tasas de crecimiento poblacional.

Los cambios en el tamaño y composición de la población conllevan implicaciones para el crecimiento económico. En general, se identifican dos efectos: primero, el efecto “dependencia”, el cual se observa



cuando se producen cambios en el coeficiente de población joven y de tercera edad respecto a la población en edad de trabajar; reducciones en el coeficiente tienen efecto positivo sobre el ingreso per cápita y el crecimiento económico. Segundo, el efecto dilución del capital. Este efecto es especialmente importante en países menos desarrollados, donde el porcentaje de la población económicamente activa dedicado a la agricultura es relativamente alto, donde el capital (tierra) es un recurso fijo y la difusión de nueva tecnología para mejorar la productividad es baja. El espacio de acción para la política en esta área se centra principalmente con programas de salud reproductiva e inserción de la mujer al sistema educativo formal y al mercado laboral.

8. Factores políticos y sociales

La inestabilidad política y social tiene efecto negativo robusto sobre el crecimiento económico, dado que el crecimiento se fomenta con instituciones políticas que crean un ambiente propicio para el empleo, el ahorro, la inversión y las mejoras en la productividad. Algunos estudios encuentran que aun cuando buenas instituciones no incrementan el crecimiento a través del progreso técnico, ellas fomentan la inversión favoreciendo la certidumbre. Además, se encuentra que la democracia no es notablemente mejor que los regímenes autocráticos; en países con mayor libertad económica y protección de los derechos de propiedad el crecimiento económico es más dinámico. Entre las instituciones se incluyen: derechos de propiedad, instituciones de regulación, instituciones para la estabilización macroeconómica, instituciones para la seguridad social, instituciones para el manejo de conflictos, administración pública eficiente, transparencia y bajos niveles de corrupción.

9. Factores externos

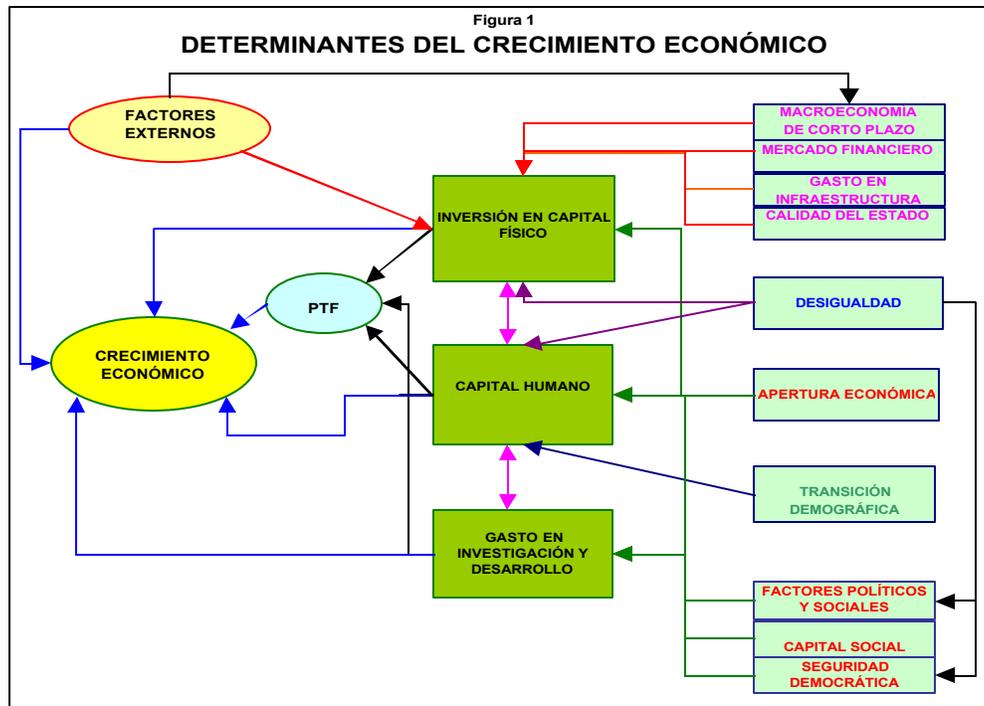
Por último, existe otro grupo de factores que afectan el crecimiento económico, los que se refieren al ambiente externo al que están expuestas la mayoría de economías pequeñas y abiertas en un mundo globalizado. Estos factores son totalmente exógenos para las economías afectadas y en muchas ocasiones su efecto es significativo sobre el



desarrollo económico de corto y mediano plazos de los países. Dentro de este grupo de factores destacan: las perturbaciones sobre los términos de intercambio; la variabilidad de la tasa de interés internacional; el ciclo económico internacional; y, las turbulencias financieras internacionales. Los términos de intercambio se refieren a variaciones en los precios de las exportaciones y/o de las importaciones. El ciclo económico internacional, se refiere a las fluctuaciones de la economía mundial, inducidas, fundamentalmente, por oscilaciones en las grandes economías, principalmente, en los Estados Unidos de América. Las turbulencias financieras pueden afectar la afluencia o salida precipitada de capitales privados de las economías.

C. Principales interrelaciones entre determinantes del crecimiento económico

Una aproximación de las principales interrelaciones de los factores que influyen en el crecimiento económico se presenta en la figura 1. Dicha representación no es la única forma posible de mostrar las interrelaciones. Sin embargo, refleja en alguna medida la complejidad del crecimiento económico y de los factores que lo afectan. En el extremo izquierdo se encuentra el crecimiento económico, el cual podría denominarse como la meta final. El crecimiento es afectado de forma directa por la productividad total de los factores, la inversión en capital físico, el capital humano y por los gastos en investigación y desarrollo. Los factores directos también afectan el crecimiento económico de forma indirecta, a través de su efecto sobre la Productividad Total de los Factores -PTF-, lo que significa que una adecuada combinación de factores acompañada de innovaciones técnicas puede incrementar la productividad.



Por otro lado, se observa que los factores externos pueden afectar directamente el crecimiento a través de cambios en la demanda externa o por cambios en los términos de intercambio. Además, las perturbaciones externas afectan el nivel de inversión privada y la estabilidad macroeconómica por medio de cambios en el los flujos de capital privado y cambios en las tasas de interés externas.

La inversión en capital físico es afectada por la macroeconomía de corto plazo, la cual incluye estabilidad de precios, solvencia fiscal, solidez y solvencia del sistema financiero y variabilidad del producto. Estos factores bajo condiciones de estabilidad pueden favorecer el crecimiento económico. Asimismo, la inversión es afectada por la calidad del sistema financiero, por los montos y la calidad del gasto en infraestructura y la calidad del estado. Además la desigualdad afecta de forma directa a la inversión y el capital humano por la escasa capacidad de ahorro de grandes sectores de la población y por la falta de oportunidades para acceder a la educación formal de la población excluida. Por otro lado, la desigualdad se vincula con los factores políticos y sociales y la seguridad democrática, los cuales, sumados al capital social y la apertura económica, inciden en la inversión, el capital humano y en



la investigación y desarrollo. El capital social, los factores políticos y sociales y la seguridad democrática constituyen el conjunto de instituciones que definen el clima de inversión, el cual puede inducir un acelerado y sostenido crecimiento.

Por último, la estabilidad macroeconómica o macroeconomía de corto plazo representa un factor importante para crecer. Sin embargo, existen otros factores que también son importantes para un crecimiento acelerado y sostenido, como lo ilustra el diagrama anterior.

III. ESTRATEGIAS PARA CRECER Y LECCIONES DE POLÍTICA

Hasta ahora se han analizado los principales factores que en la literatura teórica y empírica se vinculan al crecimiento económico. Sin embargo, resulta interesante tratar de responder las preguntas siguientes: ¿Cuáles son las medidas o políticas que los países tendrían que adoptar para acelerar el crecimiento? ¿Qué estrategia seguir para alcanzar un crecimiento acelerado y sostenido? Este tipo de preguntas ha sido ampliamente discutido por los macroeconomistas, y aunque no existe un enfoque general para las economías con dificultades para crecer, existe consenso en la ciencia económica sobre las políticas que impulsan el crecimiento económico y lo hacen sostenible.

A. Políticas vinculadas al crecimiento económico

Las políticas más relevantes para crecer se clasifican en tres grandes grupos: políticas para la estabilización, políticas estructurales y políticas para el fortalecimiento de las instituciones.

1. Políticas para la estabilidad macroeconómica

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para el crecimiento económico y constituye la mejor contribución de las políticas fiscal y monetaria para el logro de un acelerado y sostenido crecimiento en el corto, mediano y largo plazos. Esto se logra favoreciendo un clima de mínima incertidumbre, a través de una baja inflación prudentia fiscal y prevención de crisis bancarias.



a) Política monetaria

El aporte fundamental de la política monetaria se logra al alcanzar una inflación baja, estable y predecible, pues aunque una mínima inflación *per se* no es dañina para el crecimiento, la alta inflación está significativamente correlacionada con una mayor volatilidad de la inflación, lo que a su vez, afecta negativamente la actividad económica. Otro argumento en contra de la inflación es la distorsión que genera en los precios relativos, pues la inflación incrementa la cantidad de “ruido” en las señales de los precios, lo cual se refleja en un incremento en la variabilidad de los precios relativos, afectando negativamente la inversión. Por último, se puede afirmar que la baja inflación incrementa la credibilidad de la política monetaria, lo cual crea expectativas de baja inflación en el futuro, favoreciendo bajas en las tasas de interés domésticas.

b) Política fiscal

El desempeño fiscal también es importante para el crecimiento económico. Una política fiscal disciplinada reduce el efecto “desplazamiento” sobre la inversión privada y contribuye a fortalecer la efectividad de la política monetaria. Si la política monetaria es conducida de forma independiente, excesiva discrecionalidad en la política fiscal, potencialmente puede crear tensión entre los objetivos fiscales y la política monetaria. Por lo tanto, la coordinación entre políticas fiscal y monetaria es necesaria. Además, una política fiscal predominantemente superavitaria en el tiempo favorece el papel anticíclico que la política fiscal puede desempeñar para reducir la volatilidad del producto interno bruto y del tipo de cambio real.

c) Estabilidad financiera

Un aspecto no menos importante que complementa la estabilidad macroeconómica se refiere a la estabilidad financiera; la cual se fortalece y consolida mediante una regulación y supervisión prudencial, acorde a las mejores prácticas internacionales. Con ello, se garantiza la solvencia y liquidez del sistema financiero y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos en la economía.



2. Principales políticas estructurales

Las políticas estructurales incluyen el conjunto de medidas que favorecen la eficiencia productiva y la asignación eficiente de recursos. Dentro de este conjunto de políticas se pueden mencionar las siguientes: política comercial, política laboral, política de gasto en salud y educación, política de investigación y desarrollo, política de fomento a la pequeña y mediana empresas y política de desarrollo financiero.

3. Políticas para el fortalecimiento de instituciones

Las instituciones relevantes para el crecimiento son aquellas que contribuyen a crear un ambiente propicio para el empleo, el ahorro y la inversión. En este apartado únicamente se mencionan las distintas instituciones: instituciones para proteger los derechos de propiedad, instituciones para el manejo de conflictos, instituciones de seguridad ciudadana e instituciones para administrar la justicia, entre otras.

B. Estrategias para crecer⁷⁴

De acuerdo a Rodrick (2003), durante los años cincuenta y los sesenta fueron ampliamente difundidas las ideas de planeación y sustitución de importaciones en los países en desarrollo. Esas ideas cambiaron en la década de setenta, hacia visiones orientadas al mercado, que enfatizaron el rol del sistema de precios y orientación de la economía hacia fuera.

A finales de los años ochenta, surgió lo que ahora se conoce como el “Consenso de Washington”, el cual enfatizaba originalmente la disciplina fiscal, tipos de cambios competitivos, liberalización financiera, privatización y desregulación. Este conjunto de políticas fueron entendidas como el esquema de políticas deseables para el crecimiento económico. Sin embargo, hacia finales de los años noventa, en el seno de los organismos multilaterales vinculados al desarrollo, ampliaron la lista original del referido “Consenso de Washington”, dando origen a lo que actualmente se conoce como las reformas de segunda generación, las cuales enfatizan el desarrollo institucional y persiguen el desarrollo del gobierno corporativo.

⁷⁴ Rodrick “Growth Strategies”. Washington 2003.



REGLAS DE BUEN COMPORTAMIENTO PARA PROMOVER EL CRECIMIENTO ECONÓMICO⁷⁵	
Consenso de Washington original	Consenso de Washington “aumentado” ... los primeros 10 incisos, más:
1. Disciplina fiscal	11. Gobierno corporativo
2. Reorientación del gasto público	12. Eliminación de la corrupción
3. Reforma impositiva	13. Mercado laboral flexible
4. Liberalización de las tasas de interés	14. Adherencia a las reglas de la Organización Mundial de Comercio
5. Tipo de cambio competitivo y unificado	15. Adherencia a los códigos y estándares financieros internacionales
6. Liberalización comercial	16. Apertura prudente de la cuenta de capital
7. Apertura a la inversión extranjera directa	17. Régimen de tipo de cambio flexible
8. Privatización	18. Independencia del banco central (esquema de metas explícitas de inflación)
9. Desregulación	19. Redes de seguridad social
10. Derechos de propiedad	20. Metas de reducción de pobreza

Vale la pena puntualizar que la necesidad de las reformas de segunda generación surgió por una combinación de factores. Primero, había un creciente reconocimiento de que las políticas orientadas al mercado pueden ser inadecuadas sin transformaciones institucionales. Por ejemplo, la liberalización comercial no puede reasignar los recursos de la economía si los mercados laborales son “rígidos” o limitadamente “flexibles”. Segundo, había preocupación de que la liberalización financiera provocara crisis y excesiva volatilidad en ausencia de un sólido esquema macroeconómico y de un sistema de supervisión y de regulación prudencial adecuado. En ese contexto, se incluyó entre las políticas, la adopción de sistemas cambiarios flexibles, la independencia del banco central y la implementación de códigos y estándares financieros internacionales. Finalmente, ante el argumento de que el Consenso de Washington representó un retroceso en el combate a la pobreza, el esquema de políticas fue ampliado con políticas sociales y programas orientados a la reducción de la pobreza.

Luego de una breve historia de las políticas que convencionalmente han sido implementadas o sugeridas por los economistas, Rodrick (2003) presenta un análisis relativamente detallado de economías

⁷⁵ Rodrick “Growth Strategies”. Washington 2003.



asiáticas exitosas en alcanzar un crecimiento acelerado y sostenido, las cuales implementaron medidas de políticas convencionales y no convencionales (por ejemplo, subsidios y ampliación de empresas públicas), acompañadas de arreglos institucionales bien diseñados.

La principal lección que se deriva de la discusión sobre cómo alcanzar un alto y sostenible crecimiento es que la literatura teórica y empírica ayuda a identificar los factores que determinan el crecimiento. A pesar de que no existe un enfoque estándar sobre las medidas de política económica y social y los diseños institucionales requeridos para alcanzar dicho crecimiento, los estudios revelan que la mejor estrategia para países con limitaciones para crecer es, en primer lugar, adoptar una estrategia de corto plazo para estimular el crecimiento y, en segundo lugar, desarrollar una estrategia de mediano y largo plazos que busque la eficiencia de los mercados reales y financieros. Por lo tanto, los elementos de la teoría y la evidencia deben ser complementados con estudios específicos sobre el país de que se trate, para elaborar una estrategia integral que considere los recursos económicos y financieros, las oportunidades y restricciones que la economía enfrenta.

En la práctica, iniciar la senda del crecimiento económico generalmente requiere de un conjunto limitado de reformas, que no implican necesariamente reformas institucionales profundas. En cambio, sostener el crecimiento resulta ser más difícil y requiere dotar a la economía de un marco institucional sólido y flexible, para resistir las perturbaciones externas y mantener el dinamismo productivo.

1. Estrategia de corto plazo

Para acelerar el crecimiento económico en el corto plazo en una economía anclada en un equilibrio de baja actividad económica es importante responder la pregunta siguiente: ¿cómo motivar al sector privado para invertir en la economía nacional? En este contexto, la inversión se refiere a todas las actividades que los empresarios emprenden: ampliación de la capacidad instalada, uso de nuevas tecnologías, producción de nuevos bienes y servicios, búsqueda de nuevos mercados y otras actividades relacionadas. De acuerdo a la literatura, existen dos puntos de vista sobre los factores que



pueden generar una situación de bajo crecimiento. El primer enfoque enfatiza el papel de las barreras impuestas por el sector público a los empresarios. Estas barreras se relacionan con: i) el sesgo de la política hacia empresas grandes y políticamente influyentes; ii) fallas institucionales asociadas a grandes cargas impositivas, regulaciones arbitrarias, altos niveles de corrupción, inadecuados derechos de propiedad y limitaciones en hacer cumplir los contratos; iii) altos niveles de incertidumbre política y represión empresarial; y iv) inestabilidad macroeconómica y alta inflación. En resumen, un inadecuado clima de inversión generado por las distorsiones introducidas por el sector público.

De acuerdo al segundo enfoque, el gobierno tiene que jugar un papel pro-activo y no simplemente eliminar las barreras, lo cual conlleva encontrar la forma de atraer la inversión mediante la creación de incentivos positivos. En esta visión, el crecimiento no es el estado natural de las cosas, porque existen imperfecciones de mercado inherentes a ambientes de bajo ingreso que impiden la inversión y la promoción de actividades no tradicionales. Al examinar la experiencia de América Latina a la luz de estos dos enfoques, la experiencia es bastante ilustrativa. En efecto, hasta mediados de los años ochenta los gobiernos fueron pro-activos al otorgar a las empresas considerables incentivos en el marco del esquema de sustitución de importaciones, pero también hubo muy poca disciplina para mejorar el clima de inversión; en cambio en los años noventa y en la presente década ha sucedido lo contrario, dado que se ha mejorado considerablemente el clima de inversión mediante nuevos incentivos, se han establecido reglas claras y estables y se ha mejorado el desarrollo de políticas institucionales.

2. Estrategia de mediano y largo plazos

Para la estrategia de mediano y largo plazos lo esencial es construir instituciones eficientes. Como complemento a la estrategia de corto plazo, se debe procurar el fortalecimiento de instituciones que favorezcan la sostenibilidad del crecimiento, la resistencia a perturbaciones exógenas y legitimen socialmente el crecimiento. Los estudios empíricos sobre instituciones, usualmente se han dirigido hacia los derechos de propiedad y el



imperio de la ley. Sin embargo, se debería replantear una definición más amplia de instituciones, entendiéndolas como las reglas del juego prevalecientes en la sociedad. Las instituciones eficientes, son aquellas que inducen a un comportamiento socialmente deseable por parte de los agentes económicos. De acuerdo a Rodrick (2003) la taxonomía de las instituciones para sostenibilidad de los mercados es la siguiente:

- a) Instituciones para crear mercados**
 - i) Derechos de propiedad
 - ii) Cumplimiento de contratos
- b) Instituciones de regulación de mercados**
 - i) Entidades reguladores (servicios básicos)
 - ii) Otros mecanismos de corrección de fallas de mercados (regulación pro-competencia)
- c) Instituciones de estabilización de mercados**
 - i) Instituciones fiscales
 - ii) Instituciones monetarias y de supervisión financiera
- d) Instituciones de legitimización de mercados**
 - i) Desarrollo de la democracia
 - ii) Redes de protección y seguridad social

Luego de conocer cuáles son las instituciones que impulsan el crecimiento de mediano y largo plazos, las preguntas relevantes son las siguientes: ¿cómo adquirir esas instituciones? y ¿cuál es el costo de obtener dichas instituciones?. La adquisición de instituciones eficientes es un proceso difícil y normalmente requiere de un prolongado período de tiempo, lo cual induce a que sea un proceso gradual. El costo de adquirir las instituciones es alto y requiere de procesos de discusión y negociación política entre diversos sectores de la sociedad, por eso la evidencia empírica sugiere que el mejor clima para las negociaciones es cuando el crecimiento se ha acelerado; es decir, cuando ya se han superado buena parte de los obstáculos identificados en la estrategia de corto plazo.

Por último, vale la pena puntualizar que en los apartados precedentes se han identificado los principales factores que afectan el



crecimiento, las políticas vinculadas a esos factores y las estrategias a seguir para alcanzar un acelerado y sostenido crecimiento económico. En el próximo apartado se presenta un breve análisis del crecimiento de la economía guatemalteca.

V. CRECIMIENTO ECONÓMICO EN GUATEMALA

Durante los últimos 50 años, la economía guatemalteca creció a una tasa promedio de 4% anual y el producto per cápita creció, en promedio, 1.3% anual. De acuerdo al nivel de ingreso per cápita, Guatemala es considerado por organismos financieros internacionales un país de ingreso medio. Comparado con países como Brasil, Costa Rica, México, República Dominicana, Chile, Colombia y recientemente El Salvador, el desenvolvimiento económico de Guatemala ha sido relativamente bajo⁷⁶, pero aún así se ubica por arriba de la media de América Latina. De acuerdo a Fanjnzylber y Lederman (1999), la productividad total de los factores contribuyó 5% al crecimiento durante el período 1950-1995, lo que ubica a Guatemala en la media de 18 países de América Latina, pero muy por debajo de los países del sudeste asiático.

A. Caracterización de la economía guatemalteca

Hasta la década de los años ochenta, la economía guatemalteca se caracterizó por ser una economía relativamente abierta y con un sector industrial relativamente protegido. El Estado tenía el control sobre algunas de las principales variables macroeconómicas (tipo de cambio, tasas de interés y precios de algunos bienes de la canasta básica) y el modelo económico que se impulsaba era el de “sustitución de importaciones”, con el objeto de mejorar la posición externa del país y fomentar el empleo a través de incentivos directos, utilizando para ello, principalmente, la política fiscal y comercial. Dicho modelo se sustentaba en el proceso de integración económica centroamericana que se inició en los años sesenta. A finales de los años ochenta y principios de la década de los noventa, Guatemala inició un proceso de reconversión de su economía. Por ejemplo, el tipo de cambio y la tasa de interés se regularon por

⁷⁶ Bernanke, B. y R. Gürkaynak. “Is Growth Exogenous? Taking Mankiw, Romer, and Weil Seriously”. Washington 2001.



la autoridad monetaria hasta 1989. Los precios de los bienes de la canasta básica se empezaron a liberar en 1986, concluyéndose el proceso en 1991. Se eliminaron gradualmente los impuestos a las exportaciones y se emitieron leyes para el fomento de las exportaciones no tradicionales.

Por su parte, el déficit fiscal fue financiado por la autoridad monetaria hasta finales de los años ochenta. Como resultado de los desequilibrios fiscales recurrentes y la inconsistencia de la política monetaria (con el objetivo de tipo de cambio fijo), el país agotó sus reservas monetarias internacionales netas, las cuales fueron negativas entre 1982 y 1989. Derivado de lo anterior, en 1994 se emitió una norma constitucional por la cual se prohibió a la autoridad monetaria el financiamiento directo del déficit fiscal.

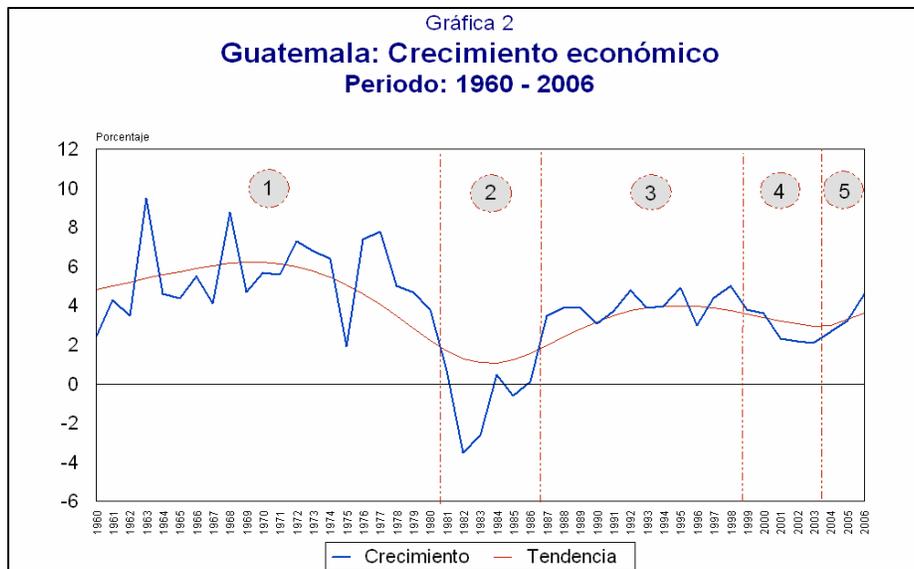
El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó cifras récord en 1992, 1981, 1987 y 1985 (7.0%, 6.7%, 6.6% y 6.4% respectivamente). Las principales fuentes de financiamiento del déficit en cuenta corriente, hasta los años ochenta fueron las reservas monetarias internacionales y el endeudamiento público externo; pero en los años noventa, el flujo de capital privado fue su principal fuente de financiamiento y las reservas aumentaron considerablemente. Por último, el proceso de desgravación arancelaria y la matriz de modernización del sistema financiero nacional se iniciaron hasta principios de los años noventa.

Vale la pena destacar que la economía guatemalteca, al compararla con la mayoría de países latinoamericanos, no experimentó procesos inflacionarios muy severos. En el período de análisis, hubo dos repuntes inflacionarios: el primero en 1985 y 1986 (31.5% y 25.7% respectivamente), asociado principalmente a los excedentes de liquidez existentes en la economía, originados por los altos déficit fiscales. La inflación más alta se registró en diciembre de 1990 (alrededor de 60%). A partir de los años noventa, la política monetaria generalmente restrictiva y la reducción del déficit fiscal permitieron alcanzar tasas de inflación menores y reducir considerablemente la volatilidad en ésta variable, lo que se aprecia claramente en la gráfica 1.



B. Desempeño económico en el período 1960-2006

En la gráfica 2 se presenta la tasa de crecimiento económico para el período 1960-2006. En dicha gráfica se identifican cinco subperíodos importantes en el desenvolvimiento de la actividad económica guatemalteca⁷⁷:



1. Auge económico (1960-1980)

Este período se caracterizó principalmente por altas tasas de crecimiento económico, notablemente inestables, y es el período en el que

⁷⁷ El criterio de identificación de los subperíodos fue la tasa de crecimiento del producto interno bruto.



se alcanzaron las tasas de crecimiento más altas en la historia económica guatemalteca⁷⁸. En 1963 y 1968 se alcanzan tasas de crecimiento de 9.5% y 8.8% respectivamente. Se experimentó la primera crisis del petróleo en 1974, la que deterioró la relación de términos de intercambio⁷⁹ y una fuerte desaceleración de la economía, alcanzando una tasa de crecimiento de aproximadamente 2.0% en 1975. A partir de 1976 se observó una marcada recesión económica que se retroalimentó por el conflicto bélico interno, la segunda crisis del petróleo y una fuga masiva de capitales privados⁸⁰, eventos que se manifestaron en una fuerte caída de la inversión privada doméstica (-12.3% y -22.4% en 1979 y 1980, respectivamente) y el inicio de un período de significativo incremento de la deuda externa (entre 1978 y 1985 el saldo de la deuda externa creció aproximadamente US\$ 2,000.0 millones).

2. Recesión económica (1981-1986)

Este período se caracterizó por la continuidad y profundización de la crisis económica. Se observaron tasas negativas de crecimiento económico, inestabilidad política, continuidad del conflicto bélico interno, alzas considerables de las tasas de interés en el mercado externo y la crisis de la deuda internacional. Además, en esta etapa se inició la prolongada crisis cambiaria y la reducción de las reservas monetarias internacionales⁸¹. En la última etapa de este período se produjo el inicio del proceso democrático, se puso en marcha el Plan de Reordenamiento Económico y Social -PRES- el cual tuvo como objetivo recobrar el ritmo de crecimiento de la economía, eliminar gradualmente la regulación de precios de la canasta básica y estabilizar el tipo de cambio nominal.

3. Moderado crecimiento económico (1987-1998)

Las características principales de este período son: recuperación del crecimiento económico a partir de 1987; estabilización

⁷⁸ El crecimiento promedio en el período fue de 5.4%.

⁷⁹ Los términos de intercambio se redujeron en 12% entre 1973 y 1975.

⁸⁰ Díaz, Guillermo. "Algunos Métodos para Cuantificar la Fuga de Capitales: El Caso de Guatemala para el período 1977-1987". Guatemala 1991.

⁸¹ En 1980 ya se había establecido el primer control sobre los flujos de capital, en 1984 se aplicó el "Régimen de Emergencia en las Transferencias Internacionales", el cual implicó un control cambiario más estricto y en 1986 se establecieron tres mercados cambiarios: el oficial; el de esencialidades; y, el bancario.



macroeconómica a partir de 1991; reducción y estabilización de la inflación; y, estabilización del tipo de cambio nominal. Se inició el proceso democrático y de reconciliación nacional y se firmaron los Acuerdos de Paz en 1996. El país logró salir de la prolongada crisis cambiaria y de reservas monetarias internacionales. En este período se implementaron las principales reformas económicas: liberalización del tipo de cambio y de la tasa de interés, apertura comercial y financiera. Se adoptaron políticas de fomento a las exportaciones, se eliminaron los impuestos a las exportaciones y se emitió el decreto ley 24-89 para fomento de la actividad maquiladora. Asimismo, se concretizó el proceso de privatización de Activos del Estado, en un entorno, en el que la economía guatemalteca se benefició de un ambiente internacional favorable (bajas tasas de interés internacionales y entrada de capital foráneo) y de la inserción en nuevos mercados internacionales, lo que aceleró el crecimiento, principalmente, de las exportaciones no tradicionales.

4. Desaceleración del crecimiento económico (1999-2003)

Este período se caracteriza por condiciones externas desfavorables (caída de los precios internacionales del café y desaceleración de la actividad económica mundial). En el orden interno, se inició el proceso de saneamiento del sistema bancario (intervención de tres bancos), se desaceleró el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado, y se intensificó la divergencia de criterios entre los sectores público y privado en cuanto a los objetivos de mediano plazo del país.

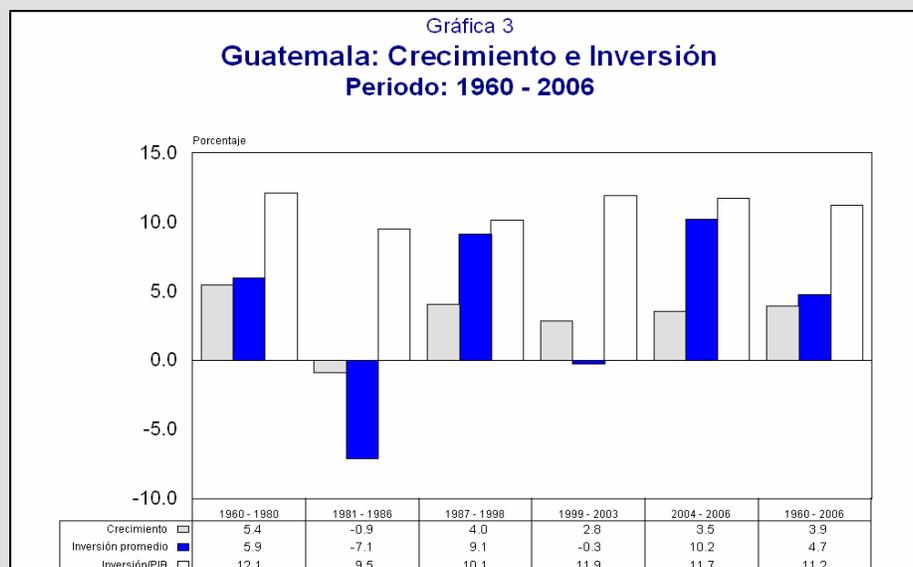
Un aspecto importante en este período es que se aprobó la tercera reforma monetaria y financiera, que incluye la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala, proporcionando claridad en el objetivo fundamental de la política monetaria, autonomía operativa, autonomía económica y financiera y transparencia y rendición de cuentas; la Ley de Supervisión Financiera que fortalece las funciones de la Superintendencia de Bancos; la Ley de Libre Negociación de Divisas que legaliza la intermediación financiera en moneda extranjera; la Ley de Bancos y Grupos Financieros que proporciona la normativa moderna para el funcionamiento de grupos financieros y los mecanismos de su supervisión consolidada de acuerdo con las prácticas

internacionales; y, la Ley Monetaria que adecua el marco legal a los cambios que se han generado en los mercados financieros internacionales en lo relativo a las especies monetarias y a la convertibilidad de la moneda nacional y al libre movimiento de capitales. Cabe indicar que la referida reforma constituye la más importante reforma financiera del país.

CRECIMIENTO E INVERSIÓN EN GUATEMALA

Durante los últimos 46 años, la economía creció a una tasa promedio de aproximadamente 4%, el crecimiento promedio de la inversión fue de 4.7% y la relación inversión/PIB fue en promedio de 11.2%. El crecimiento promedio de la inversión en Guatemala estuvo por arriba de la media de Centro América, pero por debajo del nivel alcanzado por Costa Rica (4.7%).

En el período 1960-2006, la correlación simple entre tasas de crecimiento económico e inversión fue del 56%. Al analizar el comportamiento de estas variables por períodos, en la gráfica 3 se observa que la variación promedio de la inversión es mucho más volátil que el crecimiento económico, reflejando la sensibilidad de la inversión a factores económicos y extraeconómicos. Asimismo, cabe destacar que las variaciones en la tasa de crecimiento del PIB en los períodos, obedecen, en buena medida, al comportamiento de la inversión medida por su variación promedio. Sin embargo, cuando se observa la relación inversión/PIB, ésta no es consistente en el tiempo. Por ejemplo, la relación en el período 1999-2003 (11.9%) fue relativamente menor a la registrada entre 1960 y 1980 (12.1%). En cambio, en el período 2004-2006 el referido coeficiente fue de 11.7%, pero el crecimiento promedio de la inversión se situó en 10.2%, porcentaje que supera al de los otros períodos.





5. Aceleración del crecimiento económico (2004-2006)

En el período 2004-2006 se aceleró la tasa de crecimiento económico, lo que, permitió superar la tasa de crecimiento de la población. En general, el auge económico reciente se asocia, entre otros factores, a la disciplina de las políticas monetaria y fiscal; al entorno externo relativamente favorable, en el que el DR-CAFTA y el crecimiento económico de los principales socios comerciales ha sido positivo; y, al mejor clima de negocios.

Cabe resaltar que el mantenimiento de la disciplina fiscal y monetaria ha sido fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica, así como para crear un ambiente de certidumbre y confianza, en el que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, factores que han sido fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional en los últimos años.

En el contexto descrito, vale la pena mencionar que el reciente informe *Doing Business* del Banco Mundial, indica que el país se encuentra dentro de los ocho países en el mundo y dentro de los tres en América Latina que más reformas económico-financieras ha implementado. Esto ha permitido a Guatemala moverse del puesto 128 en que se encontraba en 2005 al 118 en 2006.

En ese mismo orden de ideas, recientemente las calificadoras internacionales de riesgo mejoraron su calificación al país. En efecto, *Standard & Poor's* elevó la calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de la República de Guatemala de BB- a BB. La referida calificadora internacional también aumentó la calificación de la deuda interna de largo plazo de BB a BB+. Por su parte, la calificadora internacional de riesgo *Moody's* cambió de "estable" a "positiva" la calificación de la deuda soberana del país en moneda extranjera. Asimismo, *Fitch Ratings* asignó a Guatemala la calificación soberana BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. De acuerdo con dichas entidades, las referidas modificaciones a la calificación de riesgo país, están respaldadas, entre otros aspectos, por los bajos niveles de deuda externa del país, por el fortalecimiento de su posición externa, por el



largo historial de disciplina fiscal e inflación moderada, por el sólido récord de pago de la deuda comercial, por el fortalecimiento del sistema bancario y por la perspectiva de un crecimiento económico sostenido. Por último, la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, por sus siglas en inglés) mejoró recientemente la calificación de riesgo país de Guatemala, al reducirla de 6 a 5 (donde 0 y 7, representan el menor y el mayor riesgo país, en su orden).

a) Importancia relativa de los factores productivos en el crecimiento económico de la economía guatemalteca

En este apartado se presentan los resultados de dos ejercicios de crecimiento aplicados a Guatemala⁸². Dichos ejercicios representan el primer paso para el análisis de los determinantes fundamentales del crecimiento económico en el país. El siguiente paso involucra la relación encadenada entre las fuentes de crecimiento de largo plazo (factores productivos), las proporciones de factores, la productividad de los factores, y factores más amplios de crecimiento con elementos de política de gobierno y estructurales.

En el cuadro 1 se muestran los resultados obtenidos por Bailén (2001) y Loening (2003), actualizados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala. En los dos ejercicios se parte de una función de producción del tipo Cobb-Douglas⁸³, para la cual los dos autores utilizan proporciones factoriales del ingreso distintas, pero coinciden en que la proporción del capital es menor en países en desarrollo, razón por la cual Bailén utiliza un valor de 0.2, mientras que Loening utiliza un valor de 0.33 para dicho parámetro. La productividad total de los factores es residual y a ella se asigna la parte del crecimiento que no es explicada por la acumulación de factores productivos. Asimismo, las estimaciones del stock de capital son

⁸² Loening, Ludger. "Human Capital, Productivity and Economic Growth in Guatemala". Ibero-America Institute for Economic Research, University of Goettingen, Mimeo *Preliminary Draft* 2003. Bailén, José. "Economic Growth in Guatemala". Apéndice I de Revisión del Artículo IV para Guatemala. Washington 2001.

⁸³ Suponiendo rendimientos constantes a escala, la función se puede expresar así: $Y = A \cdot K^a \cdot L^{1-a}$, donde Y representa el producto, K y L representan el stock de capital y el insumo trabajo respectivamente, A es la productividad total de los factores (PTF) y a representa la proporción del producto generada por el factor capital. Esta función también fue definida por Larrain (2004) en un estudio denominado "Guatemala: Los Desafíos del Crecimiento".

distintas, pues a pesar que utilizan el mismo método (inventarios perpetuos), Bailén utiliza una tasa de depreciación del 8% para el capital total y Loening aplica una tasa de depreciación del 5%. Por último, los datos del insumo trabajo muestran diferencias, lo cual probablemente se debe a la fuente estadística utilizada y a los encadenamientos que son necesarios para construir la serie de la población económicamente activa.

Cuadro 1
GUATEMALA: FUENTES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO
Función de producción básica

Período	crecimiento promedio	Contribución					
		Capital		Trabajo		PTF	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1960-80	5.4	1.0	1.6	2.2	3.7	2.2	0.1
1981-86	-0.9	0.3	0.5	2.0	-1.1	-3.3	-0.3
1987-98	4.0	0.5	0.9	2.5	1.7	1.0	1.4
1999-03	2.8	0.9	1.5	1.7	1.4	0.2	-0.1
2004-06	3.5	0.8	1.3	1.7	1.4	1.0	0.8
1960-06	3.9	0.8	1.3	2.2	1.8	0.9	0.8

(1) Corresponde al estudio realizado por José Bailén (2001), que abarca el período 1950-2000, en el que se utilizaron los siguientes coeficientes para la función de producción Cobb-Douglas: $\alpha = 0.2$ (capital) y $1-\alpha = 0.8$ (trabajo). Los datos de 2001 y 2002 fueron actualizados, utilizando las tasas de crecimiento del stock de capital y de trabajo reportados en la base de datos de Loening (2003). Para el período 2003-2006, los departamentos técnicos del BANGUAT actualizaron las funciones.

(2) Corresponde al estudio realizado por Ludger Loening (2003), que abarca el período 1950-2002, en el que se utilizaron los siguientes coeficientes para la función de producción Cobb-Douglas: $\alpha = 0.33$ (capital) y $1-\alpha = 0.67$ (trabajo). Para el período 2003-2006, los departamentos técnicos del BANGUAT actualizaron las funciones.

Los aspectos que se pueden resaltar del cuadro 1 son los siguientes:

- El factor trabajo, en ambos ejercicios, contribuye en más de un 50% al crecimiento económico, aspecto que es congruente con procesos productivos intensivos en mano de obra y donde el capital es un factor escaso.
- La contribución de la productividad total de los factores descendió notablemente en el período 1981-1986, que fue de -3.3 y -0.3, lo cual es congruente, como se indicó, con la recesión económica observada. Por su parte, para el período 2004-2006 ésta fue de 1.0 y 0.8, respectivamente.



VI. Reflexiones finales

En este anexo se presentó evidencia sobre los principales factores que influyen en el crecimiento. La evidencia sugiere que la relación de los factores directos e indirectos con el crecimiento económico es compleja y en muchos casos es poco clara, lo que permite inferir, por una parte, que el análisis del crecimiento en una economía no es una tarea simple y, por la otra, que en el proceso productivo, además de los factores trabajo y capital, existen otros que inducen el crecimiento económico de un país. En ese contexto, se requiere de un esfuerzo conjunto de la sociedad, en el que se deben identificar las acciones de corto plazo que permitan acelerar el crecimiento y, luego crear un marco institucional sólido y flexible que favorezca la sostenibilidad del crecimiento en el mediano y largo plazos.

La evidencia para la economía guatemalteca sugiere que la contribución del factor trabajo ha sido más importante que la del capital, lo cual es congruente con la evidencia de otros países en desarrollo.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Ahn, S. y P. Hemmings (2000): "Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence", OECD Working Paper No. 246.
2. Bailén, José (2001): "Economic Growth in Guatemala". Apéndice I de Revisión del Artículo IV para Guatemala, FMI.
3. Barro, Robert (1999): "Inequality, Growth, and Investment". NBER WP 7038.
4. Bernanke, B. y R. Gürkaynak (2001): "Is Growth Exogenous? Taking Mankw, Romer, and Weil Seriously". NBER, WP 8365, Mimeo. July.
5. Díaz, Guillermo (1991): "Algunos Métodos para Cuantificar la Fuga de Capitales: El caso de Guatemala para el período 1977-1987", Tesis de Licenciatura, Facultad de Ciencias Económicas, USAC, Guatemala.
6. Doppelhofer, G., Miller, R. y Sala-i-Martin, X. (2000): "Determinants of Long-Term Growth: A Bayesian Averaging of Classical Estimates (BACE) Approach". NBER, WP 7750, mimeo. June.
7. Edwards, Sebastián (2000). "La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria". Banco de Guatemala. Julio .
8. Easterly, W. (2003): "National Policies and Economic Growth: A Reappraisal", New York University, Mimeo.
9. Fahnzylber, P. y D. Lederman (1999): "Economic Reforms and Total Productivity Growth en Latin America and the Caribbean, 1950-95: An Empirical Note". World Bank Policy Research Working Paper 2114, Mimeo. May.
10. Kaufmann, D. A. Kraay y P. Zoido-Lobaton (2002): "Governance Matters II: Updated Indicators for 2000-01", Working Paper 2772, World Bank.
11. Larrain, Felipe (2004): "Guatemala: Los Desafíos del Crecimiento". Serie de Estudios Económicos y Sectoriales, Banco Interamericano de Desarrollo.
12. Loening, Ludger (2003): "Human Capital, Productivity and Economic Growth in Guatemala". Ibero-America Institute for Economic Research, University of Goettingen, Mimeo (*Preliminary Draft*).
13. Lora, E. y F. Barrera (1997): "A Decade of Structural Reform in Latin America: Growth, Productivity, and Investment are not what they used to be". IDB, Working Paper Green Series # 350, Mimeo.



14. Montiel, P. y C. Reinhart (1999): The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s. In Short-Term Capital Movements and Balance of Payments Crises, edited by Stephanie Griffith-Jones and M. Montes, Oxford University Press.
15. Morán, E. y H. Valle. (2001): “Tres Métodos Alternativos de Estimación del PIB Potencial: Una Estimación para Guatemala”. Banco de Guatemala, Revista Banca Central No. 40. enero/abril 2002.
16. Rodrik, D. (2000): “Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them”. NBER, WP 7540, Mimeo. February.
17. Rodrick (2003): “Growth Strategies”, NBER, WP 10050, Mimeo. October.
18. Roldos, Jorge (1997). “Potential Output Growth in Emerging Market Countries: The Case of Chile. International Monetary Fund, Working Paper. Classification Numbers: F43, 047, 054. September.
19. Strauss, J. y D. Thomas (1998): “Health, Nutrition, and Economic Development”, Journal of Economic Literature, Vol. XXXVI (June 1998) pp. 766-817.
20. Temple, Jonathan (1999): “The New Growth Evidence”, JEL V. 37 pp. 112-156.

ANEXO 3

REVISIÓN DE LA ESTIMACIÓN DEL EFECTO DEL “TRATADO DE LIBRE COMERCIO REPÚBLICA DOMINICANA, CENTROAMÉRICA, ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA” EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2006

Esta revisión tiene por objeto reestimar el efecto que en la tasa de crecimiento económico del país podría darse en el segundo semestre del presente año, derivado de que el DR-CAFTA entró en vigencia el uno de julio de 2006⁸⁴. Para el efecto, se procedió a actualizar el ejercicio presentado en el Dictamen CT 4/2005, que contiene la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2005 y Propuesta para 2006, en el cual se utilizó el modelo siguiente:

$\Delta PIB_t = a_1 + a_2 \Delta PIB_{t-1} + a_3 \Delta X_t + a_4 \Delta M_t + a_5 \Delta IED_t + e_t$	(1)
--	-----

En donde:

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

⁸⁴ En nota publicada por el Ministerio de Relaciones Exteriores en el Diario de Centroamérica del 6 de julio de 2006 (página 5), se indica que el DR-CAFTA entró en vigor para Guatemala a partir del 1 de julio de 2006.



Cabe mencionar que, en noviembre de 2005, el modelo fue estimado con base en datos anuales del período 1990-2004, por lo que al actualizarlo se agregaron los datos observados en 2005 y las proyecciones para 2006.

En ese sentido, en el cuadro siguiente se presentan los resultados obtenidos al actualizar el ejercicio en referencia.

Variable	Coefficiente	Estadístico	Probabilidad
	s	t	d
$\Delta PIB(-1)$	0.75589	5.987717	0.0001
ΔX	0.044741	3.333333	0.0067
ΔM	0.055842	4.697823	0.0007
ΔIED	0.003939	1.644243	0.1284
R^2	0.855844	F estadístico	16.32656
R^2 ajustado	0.803424	Probabilidad	0.000135

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

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

$\Delta PIB_t = a_2 \Delta PIB_{t-1} + w_t$	(2)
---	-----

En donde $w_t = a_1 + a_3 \Delta X_t + a_4 \Delta M_t + a_5 \Delta IED_t + e_t$. Entonces, para $t + 1$, la ecuación (2) se convierte en:

$$\Delta PIB_{t+1} = a_2 \Delta PIB_t + w_{t+1} = a_2 (a_2 \Delta PIB_{t-1} + w_t) + w_{t+1}$$

Que equivale a:

$$\Delta PIB_{t+1} = a_2^2 \Delta PIB_{t-1} + a_2 w_t + w_{t+1}$$

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

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} = a_2$	(3)
--	-----

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

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta X_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta X_t} = a_2 a_3$	(4)
---	-----

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta M_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta M_t} = a_2 a_4$	(5)
---	-----

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta IED_t} = \frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial w_t} \cdot \frac{\partial w_t}{\partial \Delta IED_t} = a_2 a_5$	(6)
---	-----

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

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta X_t} = (0.75589)(0.044741) = 0.033819274$	(7)
---	-----

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta M_t} = (0.75589)(0.055842) = 0.042210409$	(8)
---	-----

$\frac{\partial \Delta PIB_{t+1}}{\partial \Delta IED_t} = (0.75589)(0.003939) = 0.002977451$	(9)
---	-----

En ese sentido, tomando en cuenta, por una parte, las estimaciones efectuadas por la Comisión de Comercio de los Estados Unidos de América (USITC, por



sus siglas en inglés) y por el Fondo Monetario Internacional -FMI- respecto del crecimiento de las exportaciones y de las importaciones y, por la otra, la estimación realizada por el Banco de Guatemala en cuanto al crecimiento de la inversión extranjera directa, como resultado de la entrada en vigencia del DR-CAFTA, se tiene que el efecto total sobre la tasa de crecimiento económico, sería el siguiente:

a) En un primer escenario, en el cual se utilizan las estimaciones de la USITC, las exportaciones crecerían 3.46 puntos porcentuales, las importaciones aumentarían 4.09 puntos porcentuales y la inversión extranjera directa se incrementaría en 65.34 puntos porcentuales. Con base en estos datos, y de acuerdo a las ecuaciones 7, 8 y 9, antes mencionadas, el impacto total sobre el crecimiento económico, después de un año de vigencia del DR-CAFTA, sería de $(0.033819274 \times 3.46) + (0.042210409 \times 4.09) + (0.002977451 \times 65.34) = 0.48$ puntos porcentuales.

b) En un segundo escenario, en el cual se utilizan las estimaciones del FMI, las exportaciones crecerían 7.78 puntos porcentuales, las importaciones aumentarían 9.20 puntos porcentuales y la inversión extranjera directa se incrementaría en 65.34 puntos porcentuales. Con base en estos datos, y de acuerdo a las ecuaciones 7, 8 y 9, antes mencionadas, el impacto total sobre el crecimiento, después de un año de vigencia del DR-CAFTA, sería de $(0.033819274 \times 7.78) + (0.042210409 \times 9.2) + (0.002977451 \times 65.34) = 0.85$ puntos porcentuales.

Finalmente, con el objeto de reestimar el impacto del DR-CAFTA en la tasa de crecimiento económico para 2006, derivado de la vigencia del referido acuerdo en el segundo semestre de dicho año, se procedió a calcular la media geométrica de los crecimientos anuales estimados para cada uno de los escenarios mencionados:



Primer escenario:

Efecto para el segundo semestre de 2006 = $(\sqrt{1.0048} - 1) \times 100 = 0.24$ puntos porcentuales.

Segundo escenario:

Efecto en el segundo semestre 2006 = $(\sqrt{1.0085} - 1) \times 100 = 0.42$ puntos porcentuales.

En síntesis, el efecto en la tasa de crecimiento económico para 2006, derivado de la vigencia del DR-CAFTA en el segundo semestre de dicho año, sería el siguiente:

ESCENARIOS

(En puntos porcentuales)

PRIMER ESCENARIO	SEGUNDO ESCENARIO
0.24	0.42



ANEXO 4

DETERMINACIÓN DE UN *BOOM* DE CRÉDITO: MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

I. Introducción

El crédito bancario al sector privado en Guatemala, en los últimos dos años, ha estado creciendo a tasas relativamente altas, lo cual ha sido motivo de preocupación por parte de las autoridades monetarias, debido al impacto macroeconómico (y sobre todo en la inflación) que dicho crecimiento pudiera tener en el corto y mediano plazos. En ese sentido, cabe mencionar que el crédito bancario al sector privado puede crecer por tres razones: i) mayor profundización financiera (incremento en su nivel tendencial); ii) ciclos de crecimiento normales; y, iii) ciclos excesivos de fluctuación en los niveles de crédito, también conocidos como *booms* de crédito. Sin embargo, es necesario identificar en qué momento se está en presencia de un *boom* de crédito, en virtud de que cuando ese es el caso podrían producirse efectos macroeconómicos negativos en el mediano plazo, especialmente, si dicho crecimiento se hace acompañar por serios desequilibrios externos.

Los objetivos del presente anexo son: comentar aspectos teóricos asociados a los *booms* de crédito; identificar los principales episodios en los cuales se han observado expansiones crediticias; evaluar tanto a nivel microeconómico (calidad de la cartera crediticia) como a nivel macroeconómico (déficit en cuenta corriente, tipo de cambio nominal, producto interno bruto e inflación), los efectos que provocan las aceleradas expansiones en el crédito bancario al sector privado; y, finalmente, determinar cuándo una aceleración del referido crédito puede considerarse un *boom*. Cabe indicar que el período analizado comprende de enero de 1990 a octubre de 2006.

II. *Booms* de crédito y la política monetaria

Cuando la evidencia empírica apunta a que un *boom* de crédito se está gestando o que ya se está manifestando, entonces se sugiere que se lleven a cabo las acciones siguientes: i) fortalecer la supervisión del sistema bancario; ii) llevar a cabo un análisis cuidadoso de los calces, especialmente en moneda



extranjera, de los principales deudores de los bancos del sistema; y, iii) restringir la política monetaria aun cuando se observen pocas presiones inflacionarias.

Tomando en cuenta que los *booms* de crédito se asocian a un incremento en el nivel de endeudamiento corporativo, es aconsejable supervisar más cuidadosamente las prácticas contables y determinar si las mismas están proporcionando de manera transparente los estados financieros a las autoridades encargadas de la supervisión bancaria.

Adicionalmente, cuando se identifica un *boom* de crédito, se sugiere restringir la política monetaria aun cuando la inflación se encuentre en niveles relativamente bajos, dado que un *boom* de crédito generalmente se asocia a un incremento significativo en la demanda agregada, y a una posterior contracción de la misma. En consecuencia, una política monetaria más restrictiva tendería a aminorar la amplitud de los ciclos de la actividad económica generada por los *booms* de crédito.

III. Expansión del crédito bancario al sector privado en Guatemala

El comportamiento del crédito bancario al sector privado desde inicios de la década de los noventa ha mostrado cuatro episodios de pronunciada aceleración; el primero, desde inicios de 1991 hasta finales de 1993, alcanzado una tasa de crecimiento interanual de 37.6%; el segundo, registrado durante 1994, año en el que alcanzó una tasa de crecimiento interanual de 34.5%; el tercero, entre 1998 y 1999, período en el que registró una tasa de crecimiento interanual máxima de 30.9%; y, el cuarto, de principios de 2005 a octubre de 2006 mes en el que registró una tasa de variación interanual de 29.1%.

El primer episodio citado se caracterizó, principalmente, por una política monetaria que tuvo como objetivos fundamentales el abatimiento de la inflación a través de la corrección de los desequilibrios monetarios, la estabilización cambiaria y la moderación del nivel de la tasa de interés activa; sin embargo, dicha moderación, que se realizó mediante la reducción de las Operaciones de Mercado Abierto -OMAs-, al no haberse compensado con mayor ahorro del sector público, propició un acelerado crecimiento del crédito bancario al sector privado. Por su parte, el segundo episodio se asocia a la mayor disponibilidad

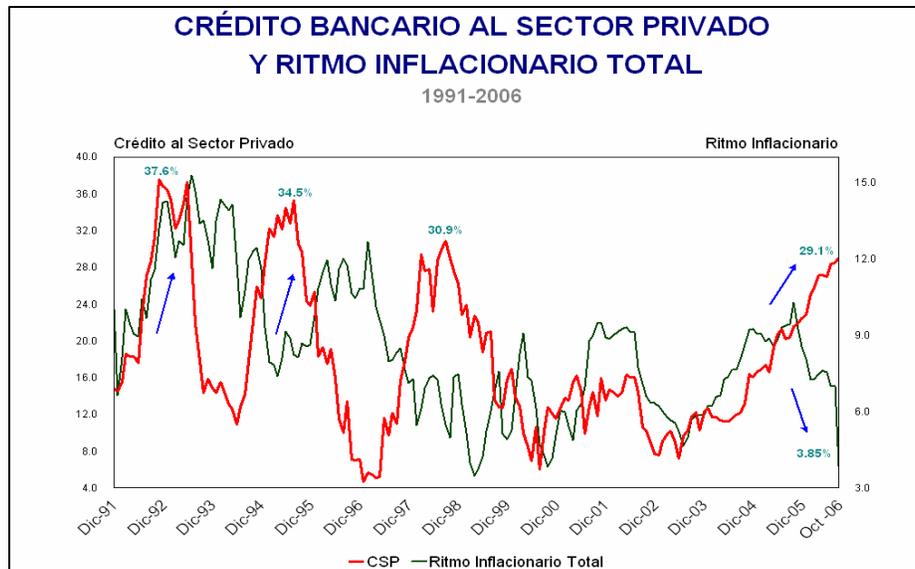


de recursos prestables por parte del sistema bancario, explicado principalmente por los efectos rezagados asociados a la reducción en la tasa de encaje en 1994 y, por ende, en el incremento del multiplicador bancario. Durante el tercer episodio, el Banco de Guatemala redujo sustancialmente la realización de OMAs, bajo la premisa de que con ello se disminuiría la tasa de interés y se incentivaría la demanda de crédito de los agentes económicos para fines productivos. En consecuencia, las OMAs y los depósitos remunerados se redujeron tanto en saldos como en proporción al producto interno bruto⁸⁵, lo que implicó un traslado neto de recursos del Banco Central hacia el sector privado. Como resultado de lo anterior, las tasas de interés registraron una caída y mostraron diferenciales respecto a las tasas de interés vigentes en otros países, lo que a su vez propició en que en 1998 el crédito al sector privado mostrara un comportamiento expansivo, repercutiendo en la calidad de las carteras crediticias de los bancos. Por último, en el cuarto episodio, el comportamiento observado desde principios de 2005, puede asociarse al mayor dinamismo en la actividad productiva del país, el cual dio inicio en 2004.

A. Consecuencias macroeconómicas y microeconómicas de los booms de crédito

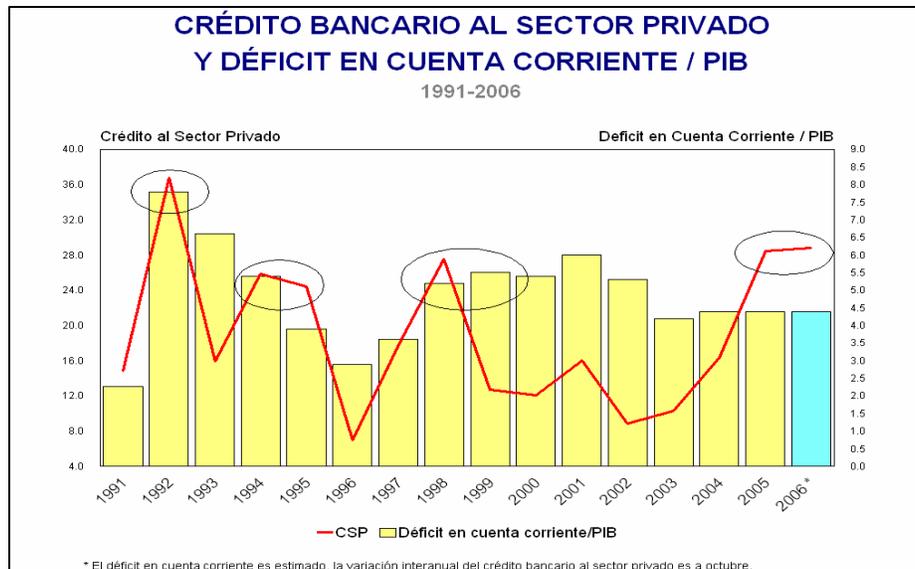
Una primera aproximación para establecer si los efectos derivados de las referidas expansiones crediticias afectaron la situación macroeconómica en el país, sería analizar si en aquellos episodios se observó un impacto sobre el nivel general de precios. En ese sentido, en la gráfica que se presenta a continuación se observa que durante los primeros dos episodios, el crecimiento del crédito bancario al sector privado estuvo acompañado de incrementos en la inflación; sin embargo, en el tercero y cuarto episodios, esta relación se revierte, pues en el último período, a pesar de que la tasa de crecimiento del crédito bancario exhibe una marcada tendencia creciente, la inflación presenta un proceso de desaceleración pronunciada. En ese sentido, se podría concluir que la actual expansión del crédito bancario no ha generado presiones inflacionarias.

⁸⁵ Al 2 de diciembre de 1999 las OMAs y la reserva bancaria representaban, con relación al PIB, alrededor de 2.1% y 2.7%, respectivamente, en tanto que a finales de 1996 alcanzaban 4.7% y 5.6%, en su orden.



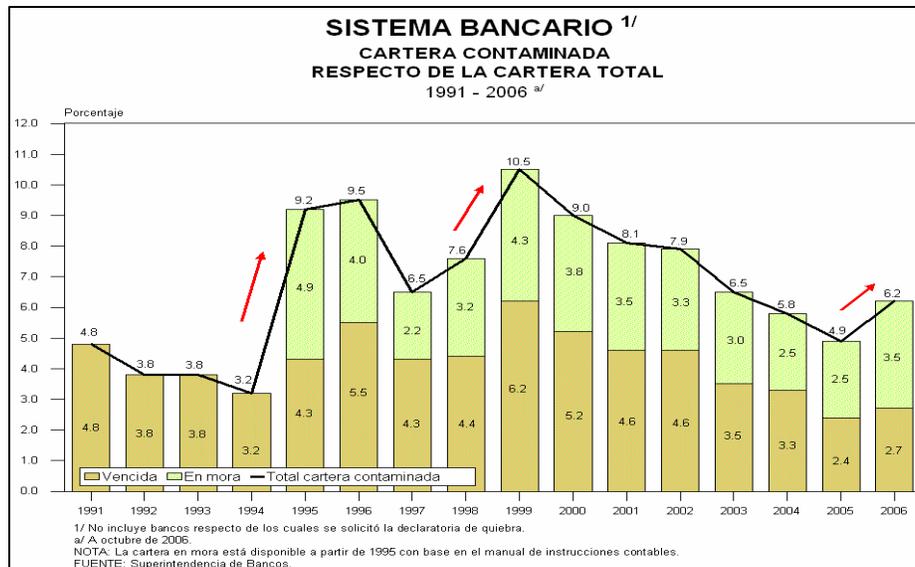
Por otra parte, resulta relevante conocer los efectos de las expansiones crediticias en la balanza de pagos y, fundamentalmente, en el saldo de la cuenta corriente. En ese sentido, la evidencia empírica en diferentes países (tanto desarrollados como en desarrollo), muestra que debido a la mayor integración financiera internacional, los *booms* de crédito pueden explicarse por el ingreso de flujos de capital privado. La mayor afluencia de capital privado, a su vez, incrementa temporalmente el superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Sin embargo, dicha afluencia de capitales puede representar un riesgo para la estabilidad macroeconómica dado que una parte significativa de la misma puede destinarse a financiar las importaciones de bienes de consumo.

En la gráfica siguiente se muestra que en el caso de Guatemala, los dos primeros episodios de expansión del crédito bancario al sector privado ocasionaron un deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en tanto que en el último episodio no se observa tal situación, esto puede explicarse por mayores flujos de capital privado y de remesas familiares.



En lo que concierne a los efectos microeconómicos que se relacionan directamente con una expansión crediticia, destaca el posible deterioro de la calidad de la cartera crediticia de los bancos, la cual podría verse afectada por el incremento de la cartera contaminada⁸⁶ luego de los períodos de mayor dinamismo del crédito bancario al sector privado. En ese sentido, en la gráfica siguiente, se observa que en los segundo y tercer episodios de expansión crediticia (en 1994; y, entre 1998 y 1999, respectivamente), la proporción de la cartera contaminada registró incrementos considerables (9.5% y 10.5% respectivamente, los niveles más altos observados en el período 1991-2006). En lo referente al último de los episodios mencionados, sin bien es cierto que se registró un incremento en la cartera contaminada a octubre de 2006, también lo es que no se puede concluir que el mismo esté afectando la situación de la cartera crediticia. No obstante, cabe destacar que a partir de la entrada en vigencia de la legislación bancaria en 2002, se ha observado un cambio estructural en la calidad de la cartera crediticia, asociada, fundamentalmente, a una mejor normativa prudencial y al análisis más cuidadoso por parte de los bancos del sistema en el otorgamiento de crédito.

⁸⁶ Incluye la cartera vencida y la cartera vigente en mora.



IV. Metodología para determinar los *booms* de crédito

Los *booms* de crédito, por lo general, han sido parte fundamental de las teorías recientes de las crisis bancarias y financieras. El origen de dichos *booms* es diverso, pueden ser generados por una liberalización financiera inapropiada, por una débil regulación financiera, por una afluencia masiva de capitales o choques exógenos que luego de incrementar los niveles de inversión o de consumo, posteriormente se traduzcan en caídas abruptas. Los episodios de *booms* de crédito tienen una duración variable y siguen una tendencia natural, en la mayoría de estudios se empieza por definir el evento completo, diferenciando entre incrementos normales en el volumen de crédito y episodios de *booms*.

Dentro del anterior contexto, según Gourinchas *et al* (2001) el *boom* de crédito se define como una desviación del coeficiente de crédito al sector privado en términos nominales y el producto interno bruto nominal en relación a una tendencia histórica dinámica y estocástica de un país específico. Para llegar a ser un *boom*, la desviación de la tendencia tiene que ser mayor que el límite determinado por las desviaciones relativas y absolutas. Con base en la definición anterior para, Roldos (2004), considera que el *boom* de crédito para Latinoamérica cuando la relación crédito/PIB experimenta una desviación sostenida respecto de la tendencia histórica, generalmente equivalente a más



de 4 y 5 puntos porcentuales del PIB por año. Asimismo, para efectos empíricos, Marco Terrones *et al* (2004) señala que una expansión en el crédito de un país dado, es identificado como un *boom*, si ésta excede la desviación estándar de las fluctuaciones de crédito de ese país alrededor de su tendencia de largo plazo (estimada mediante el filtro de Hodrick-Prescott) por un factor de 1.75, denota el año cuando el *boom* del crédito empieza.

A. Algunas características de un *boom* de crédito

En la caracterización de los episodios de *booms* de crédito, analizando el número de casos y su duración, Gourinchas *et al* (2001), señala que con una desviación absoluta de 5 puntos porcentuales, son 65 casos observados a nivel mundial; con respecto a su duración, el promedio de un episodio completo es de aproximadamente 5.5 años; y, en la mayoría de casos, la formación de un episodio puede tomar 2.5 años. Asimismo, señalan, que el *boom* más largo ocurrió en Siria, el cual duró 27 años, en contraste, 8 países experimentaron *booms* de un año, ciclos profundos y cortos del comportamiento del crédito⁸⁷.

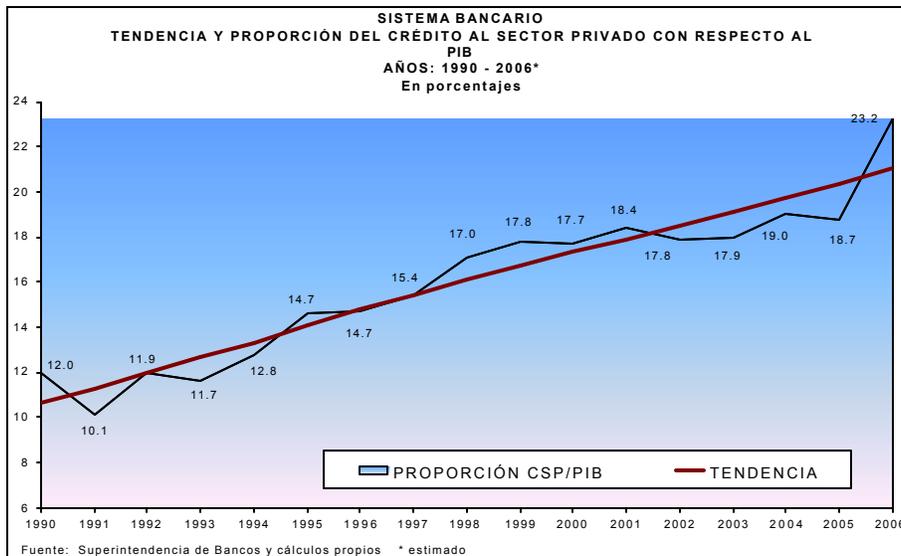
Según el FMI, los *booms* crediticios de los países de mercados emergentes reúnen cinco características básicas: son menos frecuentes que los episodios de rápida expansión del crédito; ocurren en forma simultánea en los países que muestran una mayor integración financiera entre sí; son asimétricos, dado que no afectan en la misma magnitud a las diferentes ramas de actividad económica; la probabilidad de que un *boom* crediticio coincida con un auge del consumo o de la inversión es aproximadamente del 70%; y, suelen acompañar crisis bancarias y monetarias, aunque para esta parte el FMI señala que es difícil extraer conclusiones precisas.

⁸⁷ Un ciclo comprende una fase de expansión que ocurre al mismo tiempo en múltiples actividades, seguida de una fase de recesión, de similar magnitud; luego se presentan en forma sucesiva una fase de contracción y una de recuperación, las que se entrelazan con la fase expansiva del ciclo siguiente. Esta secuencia de cambios es recurrente, pero no periódica, y la duración de los ciclos económicos varía desde algo más de un año, hasta diez o doce años. El ciclo de crecimiento, o nivel ajustado por su tendencia, brinda información acerca de las fluctuaciones de las tasas actuales de crecimiento con respecto a la tasa normal de largo plazo.

B. Caracterización del comportamiento del crédito en Guatemala

Con base en el marco metodológico propuesto, para el caso de Guatemala se analiza, en primer lugar, el comportamiento de la tendencia y la proporción del crédito al sector privado con respecto al PIB, durante el período de 1990 a 2006; y, en segundo lugar, se realiza una aproximación para determinar la existencia de *booms* crediticios durante el período bajo estudio.

El comportamiento de la tendencia, calculada mediante el filtro de Hodrick-Prescott⁸⁸ y la proporción del crédito al sector privado con respecto al PIB, evidencian, en primer lugar, de 1990 a 1997, una proporción promedio de 12.9%, la mayoría de casos observados se registran por debajo de su tendencia histórica; de 1998 a 2001, se muestra una proporción promedio de 17.7%, resultados observados sobre su tendencia histórica, de 2002 a 2005, una proporción promedio de 18.3%, la mayoría de datos observados debajo de su tendencia histórica; finalmente, se observa un comportamiento extraordinario de 23.2% estimado para 2006, sobre su tendencia histórica. Tal como se observa en la gráfica a siguiente.

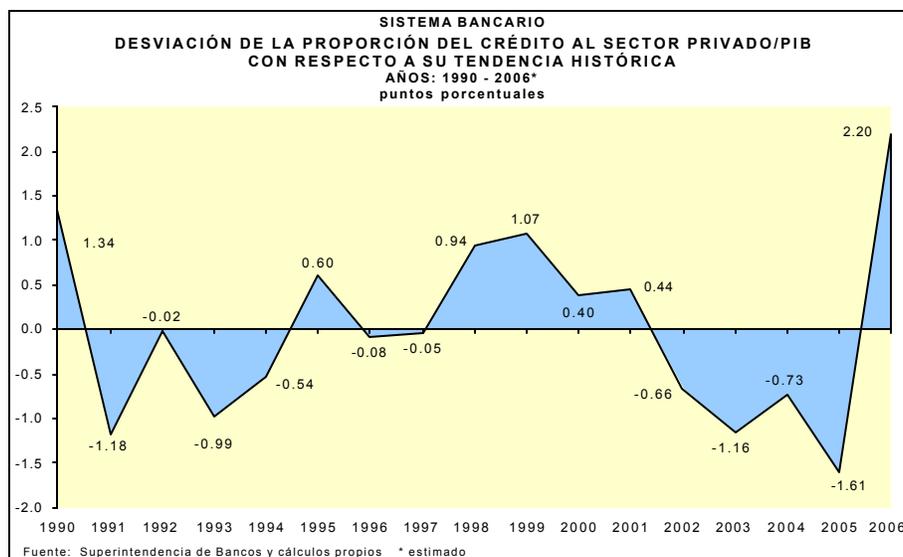


⁸⁸ Con el propósito de conocer la tendencia de largo plazo de la proporción del crédito bancario al sector privado, se calculó tal componente por medio de un proceso de descomposición de varianza de la variable; utilizando para el efecto, el filtro de Hodrick-Prescott, el cual determina el componente estacional de la serie. Su cálculo se realizó con el paquete econométrico E-views, el cual utiliza el proceso de minimización siguiente:

$$\sum_{t=i}^T (y_t - s_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1})]^2$$

Donde: y_t es la serie original, s_t es la serie suavizada, T mide el tamaño de la muestra y λ es el parámetro que indica el costo o penalización por incorporar fluctuaciones en la tendencia. En vista de que la información es anual, Hodrick Prescott sugieren que sea utilizado un valor igual a 100 como parámetro λ .

Cabe indicar que mediante las desviaciones absolutas respecto de la tendencia, se observan episodios cortos de crecimiento en la evolución del crédito bancario al sector privado durante el período de 1990 a 2006. En efecto, las expansiones del crédito inician a partir de niveles bajos, particularmente a partir de 1997 y de 2006. De 1990 a 2006 no se observan desviaciones significativas respecto de la tendencia histórica, dado que la desviación más alta de 1.07 puntos porcentuales se observó en 1999, excepto durante 2006, año en que registra la mayor desviación dentro del periodo bajo análisis, de 2.20 puntos porcentuales, por encima de su tendencia histórica. Es pertinente observar que de acuerdo al marco metodológico recomendado por Gourinchas *et al* (2001) y Roldos (2004), no se observan *booms* de crédito durante la serie analizada, ya que las desviaciones con respecto a su tendencia histórica, no superan de manera sostenida el rango de entre 4 y 5 puntos porcentuales del PIB por año; mientras que, en la metodología recomendada por Terrones (2004), la desviación más alta es 2.20 puntos porcentuales para 2006, la cual supera levemente en 0.14 desviaciones estándar el tope máximo sugerido de 2.06% (calculada como la desviación estándar de los desvíos de 1.03 por el factor de 2 veces) que constituiría el inicio de un *boom* de crédito. Tal como se aprecia en la gráfica siguiente.





REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini (2002). *A Balance Sheet Approach to Financial Crisis*. IMF Working Paper Series No. 02/210. International Monetary Fund. December.
2. Bernanke, Ben S. y Cara S. Lown (1991). *The Credit Crunch*. Brookings Papers on Economic Activity Volumen 1991, N 2 pp. 205-247.
3. Bernanke, Ben y Gertler, Mark (1995). *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. Working Papers No. 95-15, C.V. Starr Center for Applied Economics, New York University.
4. Christiano, Lawrence J., Christopher Gust y Jorge Roldos (2000). *Monetary Policy in an International Financial Crisis*. Mimeo. Research Department. Fondo Monetario Internacional. Washington DC.
5. Ergungor, O. Emre y James B. Thomson (2005). *Industrial Loan Companies*. Federal Reserve Bank of Cleveland Research Department ISSN 0428-1276. October.
6. Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés, y Oscar Landerretche (2001). *Lending Booms: Latin America and the World*. NBER Working Paper No. 8249. National Bureau of Economic Research. April.
7. Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart (1999). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Crises*. American Economic Review No. 89. June.
8. Mendoza y Terrones (2004). IV Are credit booms in emerging markets a concern? world economic outlook. Advancing Structural Reforms. April.
9. Mishkin, Frederic S. (1999). *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*. NBER Working Papers No. 6390. National Bureau of Economic Research. August.
10. Ottens, Daniel, Edwin Lambregts and Steven Poelhekke (2005). *Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises?*. DNB Working Paper No. 046/2005. De Nederlandsche Bank. June.
11. Roldós, Jorge (2006). ¿Está creciendo demasiado rápido el crédito? Estudios económicos y financieros. Perspectivas económicas las Américas. November. Washington: IMF.



12. Tornell, Aaron y Frank Westermann (2002). *The Credit Channel in Middle Income Countries*. NBER Working Papers No. 9355. National Bureau of Economic Research. October.
13. Wilson, Berry, Anthony Saunders y Gerard Caprio (2000). *Mexico's Financial Sector Crisis: Propagative Linkages to Devaluation*. Royal Economic Society Vol 110, No. 460. January.
14. World Economic Outlook (2004). *Advancing Structural Reforms*. Fondo Monetario Internacional. April.