



SEGUNDA PARTE PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2003

I. MARCO MACROECONÓMICO PARA 2003

A. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LA ESTABILIDAD

La evidencia empírica alrededor del mundo ha demostrado que la principal contribución que un banco central puede hacer al desarrollo económico es procurar mantener el poder adquisitivo de la moneda y la única manera de conseguirlo es a través de la estabilidad de los precios.

El consenso, creciente y moderno, respecto del papel que la política monetaria debe jugar en las economías indica que su objetivo primordial debe ser el de propiciar la estabilidad macroeconómica; ello requiere que el banco central encauce sus esfuerzos con plena autonomía para estabilizar el nivel de precios en forma sostenible en el largo plazo, de acuerdo con su objetivo fundamental.

En la medida en que exista claridad sobre el hecho de que la política monetaria es solamente uno de los múltiples componentes de la política económica en general y que, por lo tanto, sus alcances son limitados, el banco central podrá concentrar y dirigir sus acciones para lograr el objetivo de estabilidad.

El concepto de estabilidad de precios sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una senda de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para la población. En efecto, la mayor contribución del banco central al crecimiento y al progreso radica en la confianza en el futuro derivada de la existencia de reglas claras y estables en cuanto a la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Esto es un aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos indispensables para el crecimiento económico. En consecuencia, una inflación baja y estable es, además, beneficiosa desde un punto de vista distributivo, porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores menos favorecidos de la sociedad.

En ese orden de ideas, la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala incorpora el enfoque moderno de asignarle al banco central el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios. Dicho enfoque enfatiza la búsqueda de la eficiencia en la actuación del banco central y sustituye al enfoque de búsqueda de múltiples objetivos que prevalecía en la ley anterior. La fijación de un objetivo fundamental en términos de la búsqueda y mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios, que es aquello para lo que un banco central está naturalmente mejor preparado, permitirá al Banco de Guatemala concentrar sus



esfuerzos en la consecución de esa meta, maximizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer en el logro del desarrollo económico del país⁴⁰.

En cuanto a la necesidad de mantener, en general, la estabilidad de precios y, en particular, una tasa de inflación baja y estable, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto que dicha estabilidad es una condición necesaria para potenciar el crecimiento económico. La inflación es altamente dañina para el crecimiento y desarrollo económico debido, entre otras razones, a que propicia una deficiente asignación de los recursos económicos, lo cual reduce las posibilidades de crecimiento económico; además, en la medida que su volatilidad genere incertidumbre y afecte al sector financiero de la economía, reduce el ahorro en términos reales, redistribuye negativamente el ingreso debido a que los salarios no suben al mismo ritmo que lo hacen los precios y propicia una alta variabilidad en la demanda de dinero, lo cual dificulta la estimación de la misma y, por lo tanto, dificulta la elaboración e implementación de la política monetaria.

En el contexto descrito, es necesario que para 2003, el Banco de Guatemala concentre de nuevo sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental, cual es, promover la estabilidad en el nivel general de precios.

B. CONDICIONANTES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

Para cumplir con su objetivo fundamental, la política económica deberá desempeñarse en 2003 en función de una serie de condicionantes en el ámbito interno y externo las cuales se comentan a continuación.

1. Sostenimiento de la disciplina fiscal

Por lo general, el impacto que el déficit fiscal tiene en el corto y largo plazos en las principales variables macroeconómicas depende básicamente de su magnitud y la forma en que el mismo se financie.

En cuanto a la magnitud del déficit fiscal, es importante puntualizar que, desde el punto de vista conceptual, un aumento del desequilibrio fiscal puede tener repercusiones macroeconómicas sumamente negativas. En efecto, el excesivo incremento en la absorción se puede traducir en un aumento en el déficit comercial del país, lo que podría presagiar una elevada depreciación del tipo de cambio e inducir a los agentes económicos a trasladar sus recursos a moneda extranjera, con el fin de protegerse de las potenciales pérdidas de capital que entraña la depreciación cambiaria. Esta sustitución monetaria se traduciría en una pérdida de efectividad de la política monetaria y la consiguiente dificultad para el banco central de cumplir con su objetivo fundamental.

⁴⁰ La estabilidad de precios se ha convertido en una condición *sine qua non* para extraer los máximos beneficios que ofrece el proceso de globalización. Este proceso ha creado un escenario económico y financiero sumamente dinámico, que genera la necesidad de contar con bancos centrales eficientes y versátiles para cumplir con su tarea estabilizadora.



La reducción del crecimiento económico y la volatilidad del tipo de cambio son factores que pueden afectar negativamente las expectativas de los agentes económicos tanto nacionales como extranjeros, lo que incidiría desfavorablemente en la inversión nacional y, especialmente, en la extranjera directa debido al aumento del riesgo país.

Un excesivo gasto público puede generar una apreciación del tipo de cambio real debido a que dicho gasto se traduce, fundamentalmente, en un exceso de demanda de bienes no transables, lo que implica que la economía tendrá que trasladar recursos del sector productor de bienes exportables para producir bienes no transables. Esto puede redundar en una reducción de la oferta exportable nacional, lo que generaría aumentos sustanciales en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y propiciaría la insostenibilidad de la misma.

Por el lado de la demanda agregada de la economía, el déficit fiscal puede propiciar un aumento sustancial en las importaciones de bienes no destinados a la inversión productiva y, de esta forma, puede coadyuvar a la insostenibilidad mencionada de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cuanto al financiamiento del déficit fiscal, este puede ser de origen interno y externo. Al hacer uso de financiamiento interno, la disposición de esos recursos en el mercado financiero implica limitar el crédito al sector privado y, por consiguiente, restringir por esa vía la inversión productiva. Esa situación en el corto plazo tiende a elevar el nivel de la tasa de interés y a producir un efecto real que se materializa cuando la permanencia del déficit fiscal desplaza el gasto privado (usualmente denominado efecto desplazamiento *crowding out*), al competir ambos sectores por la utilización de los recursos reales escasos. Por otra parte, se produce un efecto financiero, cuando al emitirse deuda pública, el gobierno compite en los mercados financieros con las emisiones de títulos privados, aspecto que ocasiona una elevación en el nivel de las tasas de interés de corto plazo y, posteriormente, en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, que son las relevantes para financiar proyectos de inversión productiva.

Cabe indicar que, en este caso, el sector financiero se vería afectado por el alza en la tasa de interés, pues podría reducirse la rentabilidad de muchos proyectos y, por lo tanto, aumentar la cartera en mora de muchas instituciones financieras.

En el contexto descrito, es importante puntualizar que el logro de la estabilización macroeconómica y el control de la inflación serán sostenibles en el tiempo, únicamente si la política monetaria es debidamente apoyada por una política fiscal sana que propicie la consolidación de las finanzas públicas. Ello es así porque si el peso de la estabilización macroeconómica recae únicamente sobre la política monetaria, lo que implica el uso intensivo de operaciones de mercado abierto, se corre el riesgo no sólo de generar presiones sobre la tasa de interés, sino de comprometer el cumplimiento, en el largo plazo, del objetivo fundamental de la política monetaria. En



ese sentido, el objetivo fundamental de procurar la estabilidad en el nivel general de precios, así como las posibilidades de reducir las tasas de interés y generar las condiciones que propicien en el mediano plazo el aumento del ritmo de crecimiento económico dependen fundamentalmente del apoyo que la política fiscal brinde a la monetaria.

2. Tendencias del entorno externo

Para 2003 se estima que la actividad mundial registrará una tasa de crecimiento de 3.7%, superior a la estimada para 2002 (2.8%). En este comportamiento influye el mejor desempeño de la economía de los Estados Unidos de América, la cual, según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, crecerá 2.6% en 2003. También se espera un mayor dinamismo en las economías de los otros socios principales del país (México y Centroamérica).

Esas posibilidades de reactivación de la economía mundial, a fin de que sean aprovechadas efectivamente, requieren que para 2003 el entorno macroeconómico se preserve estable, para lo cual es condición determinante que las políticas fiscal y monetaria se apliquen de manera coherente y coordinada.

3. Estabilidad y crecimiento económico

La política económica es el conjunto de acciones que el gobierno lleva a cabo mediante la utilización de instrumentos de política, con el propósito de influir sobre ciertas variables-objetivo (por ejemplo, el crecimiento económico, la reducción de la inflación, el aumento de la productividad, la reducción de la pobreza, redistribución del ingreso).

La política económica general está compuesta por una serie de políticas que en términos generales pueden clasificarse en dos grupos; las políticas de estabilización y las políticas estructurales. Dentro de las políticas de estabilización se tienen las políticas que actúan básicamente sobre la demanda agregada siendo ellas la política monetaria y la fiscal; mientras que las políticas estructurales son aquellas que influyen en la eficiencia del aparato productivo y apoyan la institucionalidad actuando sobre la oferta agregada, siendo ellas las políticas que reforman el marco fiscal, comercial, educativo y judicial, entre otras.

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

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



4. Mantenimiento de la disciplina monetaria

La estabilidad en el nivel general de precios, como objetivo fundamental de la política monetaria, contribuye a propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando empleo, ahorro y mejores niveles de vida para la población.

Sin embargo, resulta comprensible que, en un ambiente de desaceleración económica, se presente en la sociedad cierta “fatiga de estabilización”, ya que si bien es apreciable la reducción y estabilidad en las tasas de interés, un tipo de cambio estable y el control de la inflación, esto no se ha traducido de inmediato en nuevas oportunidades de inversión, mayor crecimiento o mejores niveles de vida. Ello es así porque muchos de los obstáculos que existen para la creación de empleos y la inversión no se eliminan únicamente mediante la estabilización y reducción de la inflación y la tasa de interés, sino que también es necesario contar, como se indicó, con los resultados de reformas estructurales más profundas.

La evidencia en los últimos años de la década pasada demostró que un relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, conduce a una crisis cambiaria, a pérdida de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario⁴¹. En consecuencia, una nueva expansión del crédito al sector privado en forma artificial, solamente resultaría en un nuevo debilitamiento del sector externo (mediante presiones cambiarias y pérdida de reservas monetarias internacionales) y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo, lo que podría entorpecer la recuperación de las captaciones bancarias y, por ende, aumentar la vulnerabilidad del sistema financiero.

En ese sentido, se debe continuar propiciando una política monetaria disciplinada que, mediante el uso preferente de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la eficiencia y eficacia de la gestión monetaria del banco central.

Adicionalmente, cabe hacer mención al papel de la política monetaria con respecto al comportamiento del tipo de cambio. Cabe indicar que la continuada apreciación cambiaria que se ha registrado durante el año es preocupante, especialmente porque denota un desincentivo para las exportaciones nacionales, en un momento en que la economía aún no muestra signos definitivos de recuperación, sobre todo porque la economía mundial, especialmente la de Estados Unidos de América, está mostrando que el ritmo de su actividad económica se ha venido recuperando más lentamente de lo esperado. El referido desincentivo podría redundar en una reducción en los niveles de empleo en el sector productor de bienes exportables del país y en la pérdida de mercados para los productos guatemaltecos.

⁴¹ En 1998, el crédito bancario al sector privado registró una tasa de crecimiento de 27.7%. En 1999, la depreciación interanual del tipo de cambio fue de 14.2%, la más elevada en la historia del país y el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB se ubicó en 5.5%.



En presencia de la situación descrita, el papel de la política monetaria, en el contexto del cumplimiento de su objetivo fundamental, es restringido para revertir la referida apreciación cambiaria. En efecto, el banco central podría adoptar una política restrictiva o una política monetaria laxa. En primer término, si se trata de reducir la apreciación del tipo de cambio real mediante una menor inflación lograda por la aplicación de una política monetaria restrictiva, se tendría que incrementar la tasa de interés, aspecto que podría estimular el ingreso de capitales externos, lo que a su vez podría traducirse en una mayor apreciación del tipo de cambio nominal y real. En segundo término; es decir, en lo que concierne a la posibilidad de relajar la política monetaria con la pretensión de provocar una reducción de la tasa de interés que induzca una reducción en el ingreso neto de capitales y, por ende, una depreciación cambiaria nominal, conviene indicar que la adopción de dicha política entraña peligros que pueden tornarla indeseable. En efecto, dado que nada asegura que los recursos liberados por esta política se orientarían a demandar divisas en vez de a demandar bienes domésticos, la misma podría generar un proceso inflacionario.

Tomando en cuenta que la tasa de interés es un precio que se determina a través de la interacción de la oferta y de la demanda de dinero, una reducción de dicho precio significaría definitivamente un aumento en la oferta monetaria, lo que generaría los efectos inflacionarios mencionados. En consecuencia, la política monetaria es totalmente inefectiva para revertir la continuada apreciación del tipo de cambio real, ya que el banco central únicamente cuenta con instrumentos nominales que, por su naturaleza, no pueden afectar permanentemente a una variable real, como lo es el tipo de cambio real⁴².

Por otra parte, conviene hacer referencia al postulado conocido como “la Trinidad Imposible de una macroeconomía abierta”, el cual presentara en Guatemala hace algunos años el Profesor Sebastián Edwards. De acuerdo con dicho postulado, en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible tener un control del tipo de cambio y, simultáneamente, de un agregado monetario, lo cual no es más que reiterar que una política de estabilización monetaria no puede descansar sobre el establecimiento de dos anclas nominales.

En un régimen de tipo de cambio flexible como el que impera en Guatemala, el mismo es el resultado de la evolución de sus determinantes fundamentales, entre los que se destacan: la interacción de oferta y demanda de dinero; la interacción de tasas de interés internas y externas; el resultado global de la balanza de pagos; y, las expectativas de los agentes económicos; tomando en cuenta esos determinantes, resulta evidente que la acción del banco central se centra en mantener una inflación baja y estable a fin de que el resto de determinantes fundamentales experimenten un comportamiento que no distorsione a la macroeconomía del país.

⁴² Cabe indicar que el aumento de la competitividad de las exportaciones nacionales debe buscarse en otras áreas de la política económica.



En el contexto descrito, la mejor contribución del banco central a la consecución de la estabilidad macroeconómica que coadyuve a impulsar la actividad económica, en el mediano y largo plazos, sigue siendo el concentrarse en el logro de su objetivo fundamental, cual es la estabilidad en el nivel general de precios.

5. Implementación de la nueva legislación financiera

A partir del 1 de junio de 2002, como se indicó, entró en vigencia el nuevo marco legal que regula al sistema monetario y bancario del país, el cual se integra por la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, La Ley Monetaria, la Ley de Bancos y Grupos Financieros y la Ley de Supervisión Financiera.

La plena vigencia de esta reforma monetaria y bancaria requiere que el banco central realice un constante seguimiento de la evolución de las variables bancarias, con el propósito de considerar oportunamente el impacto que estas pudieran tener en la ejecución de la política monetaria, y viceversa.

C. EJES ESTRATÉGICOS PARA IMPLEMENTAR LA POLÍTICA MONETARIA

1. Fortalecimiento de la moneda nacional como medio de pago, como unidad de cuenta y como depósito de valor en un marco de libre circulación de monedas

El Banco de Guatemala con el fin de cumplir con su objetivo fundamental, debe continuar con su disciplina monetaria y estar atento a los retos que conlleva el diseño e implementación de la política monetaria en una economía con varias monedas. Para ello, adquiere especial importancia la adopción de una política fiscal que brinde señales claras al mercado respecto al fortalecimiento de la moneda nacional.

Conviene indicar que el actual esquema monetario, en el que impera el tipo de cambio flexible y el ancla nominal es la oferta monetaria, demanda una adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal, a fin de maximizar la eficiencia y eficacia de la política macroeconómica. Ello significa que el Banco de Guatemala, apoyado por el esfuerzo de consolidación fiscal, debe continuar con su disciplina monetaria, la cual es especialmente importante en una economía como la guatemalteca, en donde existe convertibilidad irrestricta.



2. Coordinación con la política financiera del Estado

La eficiencia y eficacia de la política macroeconómica demandan la coordinación de los procedimientos operativos de la política monetaria con las decisiones de caja que adopten el gobierno central y las principales dependencias y entidades del sector público.

Dadas las magnitudes monetarias involucradas en tales decisiones, es menester que el manejo de los recursos financieros del sector público no bancario se compatibilice con las necesidades de liquidez de la economía, de acuerdo con el programa monetario. De lo contrario, se podría poner en peligro el control de las variables monetarias y, por ende, el logro de las metas trazadas para 2002.

Una política fiscal que persiga la consecución de déficit fiscales bajos y sostenibles constituye un requisito indispensable para mantener las condiciones de estabilidad macroeconómica y para propiciar niveles adecuados de tasas de interés que estimulen el ahorro y la inversión. Por tal motivo, al existir una adecuada coordinación de la gestión financiera del sector público, especialmente entre el Gobierno Central y el Banco Central se garantiza el éxito de la política monetaria y se reduce la frecuencia y magnitud de la participación de éste último en el mercado de dinero para neutralizar excedentes de liquidez mediante operaciones de mercado abierto. En ese orden, es importante puntualizar que el logro de la estabilidad macroeconómica y el control de la inflación serán sostenibles en el tiempo únicamente si la política monetaria es debidamente apoyada por una política fiscal disciplinada.

En el contexto descrito, reviste especial importancia que se establezcan y consoliden los mecanismos de coordinación a nivel técnico entre funcionarios del Banco Central y del Ministerio de Finanzas Públicas, a fin de contribuir a la efectividad de la política monetaria.

3. Fragilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos

En Guatemala, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se ha ubicado en niveles de alrededor del 5% durante los últimos cinco años. En 2002 se prevé que dicha variable se ubique en 4.9%, lo que implica que todavía debe hacerse un esfuerzo considerable para la reducción del mismo.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos refleja el desequilibrio externo de la actividad económica de un país y representa uno de los principales indicadores de solvencia de cualquier economía. Esto significa que la persistencia de cuantiosos déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos puede incidir negativamente en las expectativas de los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, debido a que la insostenibilidad del mismo puede obligar a las autoridades a modificar drásticamente la política económica.



En el campo académico no existe consenso respecto a la magnitud de un déficit en cuenta corriente sostenible; algunos expertos como Sebastián Edwards⁴³ afirman que un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible no debe exceder del 3% del producto interno bruto; en cambio Frenkel⁴⁴ y otros argumentan que el 5% puede ser el umbral idóneo y aseveran que países como Nueva Zelanda han tenido durante mucho tiempo déficit aún superiores al 5% y no han sufrido crisis cambiarias, mientras que países como Israel han tenido problemas con desequilibrios menores a la cifra mencionada.

En la práctica, no debe perderse de vista que la reducción del déficit en cuenta corriente debe conjugarse con una tasa razonable de crecimiento y un nivel de precios internos estable, sin recurrir a medidas de control del comercio y de los pagos a corto y mediano plazos. De esta manera, desde el punto de vista técnico, para propiciar una disminución del mencionado déficit hay que usar una o más de las medidas siguientes:

- a) De reorientación del gasto: éstas pretenden desviar la demanda interna de los bienes extranjeros hacia bienes domésticos. Entre las medidas de esta naturaleza figuran el aumento de la protección ante la importación y los subsidios a la exportación. Cabe indicar que en el corto plazo una medida de tal naturaleza reduciría el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, en el mediano y largo plazos, la permanencia de la misma, al no generar un incremento sostenible en el ahorro doméstico, no necesariamente tendería a reducir el mencionado déficit.
- b) De reducción del gasto: éstas buscan contraer la demanda interna. Entre las medidas de este tipo se encuentran las que provienen de las políticas monetaria y fiscal. En el primer caso, el seguimiento de la disponibilidad de crédito en la actividad productiva puede propiciar niveles de consumo e inversión que resulten compatibles con una moderación de la demanda agregada. Por el lado fiscal, un aumento de impuestos o una disminución del gasto gubernamental, si se ejecuta apropiadamente, desincentiva el consumo y las importaciones, lo que origina una reducción de la demanda agregada.
- c) Estructurales: éstas pretenden reducir los costos de la producción y activar la reacción de la oferta agregada. Entre las medidas de esta naturaleza figuran las reformas que suprimen las barreras al libre movimiento de los bienes y servicios, nacional e internacional, y las que acrecientan la movilidad nacional e internacional de los factores de producción. Conviene mencionar que dichas medidas se encaminan a mejorar la asignación de los recursos y la capacidad de producción, eliminando las distorsiones de costos y precios. Cabe indicar que en el corto plazo, ello podría ocasionar un estímulo sustancial en el

⁴³ Perspectivas y Desafíos de la Macroeconomía en Guatemala, documento elaborado para el Comité Conjunto, Gobierno de Guatemala y CACIF, junio, 1999.

⁴⁴ Frenkel, J., A. Rasin, and Chi-Wa Yuen. (1996): Fiscal Policies and Growth in the World Economy. Cambridge. MIT Press.



comportamiento de las importaciones, lo que iría en detrimento del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, en el mediano plazo se esperaría que los mayores niveles de productividad se traduzcan en aumentos sostenibles en el ahorro doméstico que den sustento a reducciones en el déficit en cuenta corriente.

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

4. Extensión para 2003 del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

El Acuerdo *Stand-By* suscrito el 15 de marzo con el Fondo Monetario (FMI), que cobró vigencia el 1 de abril del presente año, ha constituido un respaldo a la calidad y coherencia de la política económica del país durante 2002, especialmente en el ámbito monetario y fiscal. La evaluación que el referido organismo internacional ha realizado constantemente al programa macroeconómico relativo al cumplimiento de las metas trimestrales que el gobierno planteó en las áreas fiscal, monetaria, financiera, externa y de reforma estructural, se considera como uno de los factores que ha contribuido a transmitir un mensaje del compromiso del país con el objetivo de estabilidad macroeconómica. En ese sentido, conviene indicar que al tercer trimestre de 2002, al igual que lo sucedido en el segundo, se cumplieron las metas programadas en el referido acuerdo.

El programa vigente tiene una duración prevista de doce meses (abril 2002 – marzo 2003). En este sentido, la extensión del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional significaría el apoyo a la continuidad de la disciplina fiscal y monetaria que se ha venido logrando en el marco del acuerdo, en beneficio de la consolidación de la estabilidad macroeconómica en 2003.

En el campo monetario, la extensión del acuerdo apoyaría en 2003 la aplicación de una política monetaria disciplinada, con el objetivo de reducir la inflación y mantener un nivel adecuado de reservas monetarias internacionales. En el campo fiscal, apoyaría que la ejecución del gasto público evolucione a un ritmo moderado, en apoyo a la política monetaria.



D. PERSPECTIVAS

1. Del sector real

Para 2003 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 2.6%, tasa superior a la esperada en 2002 (2.0%). La recuperación prevista en la actividad económica se fundamenta, en parte, en una mejora en el entorno externo, principalmente por la recuperación de la economía de los Estados Unidos de América, de los países centroamericanos y de México. En el orden interno, dicha recuperación estaría apoyada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas.

A nivel de sectores productivos, con excepción de la construcción, se prevé que éstos registren un comportamiento positivo.

Para el sector agropecuario (con una participación de 22.2% en el PIB) se estima un crecimiento de 1.3%, levemente menor al esperado para 2002 (1.4%). Dicho comportamiento estaría asociado al estancamiento esperado en la producción de café, a la caída en la producción de caña de azúcar y a la desaceleración en la producción de banano y cardamomo, en tanto que se prevé una leve mejora en la producción de granos básicos.

En el caso de la producción de café, se prevé un nivel similar al de 2002 (4,113.9 miles de quintales). Según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, esta actividad continuará siendo afectada por la sobre oferta mundial y los bajos precios del grano en el mercado internacional. Cabe agregar que, aun cuando se espera que en 2003 el precio medio de exportación del café sea superior al de 2002 (US\$70.92 por quintal y US\$58.95 por quintal, respectivamente), éste continuará siendo bajo con relación al que prevaleció en el mercado internacional en el periodo 1995-2001 (alrededor de US\$100.00 por quintal).

En la producción de caña de azúcar se espera una caída de 10.0%, comportamiento que contrasta con el crecimiento de 11.4% esperado para 2002. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2002/2003 se prevé una producción de 330.7 millones de quintales (367.4 millones de quintales en la zafra de 2001/2002) comportamiento asociado a la caída observada en el precio internacional en 2002.

En el caso del cardamomo, se espera que para 2003 la producción crezca 8.5% (19.0% en 2002). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, a raíz de la crisis del café, se registró un incremento de 2.7 miles de manzanas en el área cultivada de cardamomo entre 1999 y 2002. Cabe mencionar que la cosecha en las plantaciones nuevas de cardamomo se inicia a partir del segundo año. No obstante el incremento del área cultivada, se espera una disminución en la recolección en plantaciones silvestres, asociada a la relativa recuperación de las labores culturales del café y a la disminución en el precio internacional del cardamomo.



En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que ésta crecerá 4.7% (8.1% en 2002). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA- y la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COGIBUA-, el crecimiento esperado se sustenta en el rendimiento previsto por manzana en la producción del fruto, el cual pasará de 761.8 quintales en 2002 a 797.6 quintales en 2003, esto como resultado de una mayor y mejor aplicación de labores culturales.

Por su parte, de acuerdo con estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, la producción de maíz y frijol se estima crecerá 1.1% y 1.5%, respectivamente (1.0% para ambos productos en 2002). El moderado incremento se asocia a las expectativas de la persistencia de fenómenos climáticos adversos en 2003 (sequías).

En el caso del sector de la industria manufacturera (con una participación de 12.6% del PIB) se espera un crecimiento de 1.1%, porcentaje que, si bien es superior al esperado en 2002 (0.7%), es aun moderado si se compara con el promedio registrado en el período 1998-2000 (2.7%). Tal comportamiento se asocia a la leve recuperación esperada en las exportaciones de productos industriales al mercado estadounidense, así como al mercado centroamericano.

La actividad comercial (con una participación del 24.6% del PIB) se estima registre una tasa de crecimiento de 2.0% (2.2% en 2002), explicada, principalmente, por el ritmo de crecimiento previsto del sector agropecuario, así como de las importaciones.

En el sector minas y canteras se espera un crecimiento de 4.8% (6.4% en 2002). En este resultado estaría contribuyendo la producción esperada de petróleo, que representa el 60.0% del sector y que, de acuerdo con el Ministerio de Energía y Minas, se estima registre un crecimiento de 5.7% (8.7% en 2002).

En lo que respecta al sector electricidad y agua, se estima un crecimiento de 6.4% (6.1% en 2002), el cual se asocia a un aumento esperado en la generación de energía eléctrica, derivado de la entrada en funcionamiento de cuatro nuevos generadores de electricidad.

El sector transporte, almacenamiento y comunicaciones se prevé que registre un crecimiento de 5.0% (5.3% en 2002). Dicho comportamiento es resultado, por una parte, del incremento estimado en el subsector transporte, el cual pasaría de un crecimiento esperado de 3.5% en 2002 a uno de 4.2% en 2003, asociado al aumento esperado en el número de unidades del transporte urbano y extraurbano de pasajeros, así como en el transporte extraurbano de carga. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 40.2% del sector, se espera que registre un crecimiento de 6.3% en 2003 (8.1% en 2002), derivado del menor dinamismo en la activación de nuevas líneas telefónicas.



El sector construcción, por su parte, se espera registre una tasa de variación negativa de 4.5% (-16.1% en 2002) como resultado de una contracción de 8.6% en la construcción pública (-23.1% en 2002) y de un incremento de 3.8% en la construcción privada (2.6% en 2002). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia a un mayor ritmo de ejecución de proyectos de infraestructura.

En cuanto al sector banca, seguros y bienes inmuebles, se prevé que en 2003 se registre una tasa de crecimiento de 1.8% (0.3% en 2002), asociado al comportamiento de la intermediación financiera.

En lo que respecta el sector administración pública y defensa se espera que podría registrar un mayor dinamismo en relación al previsto para 2002 (2.9%), al crecer 6.0%. Este resultado estaría explicado, principalmente, por el incremento contemplado en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para 2003 en las asignaciones para los ministerios de Educación, de Gobernación y de Salud Pública y Asistencia Social, así como para el Organismo Judicial, el Ministerio Público y la Procuraduría de Derechos Humanos, entre otros.

Para los sectores de propiedad de vivienda y servicios privados se esperan tasas de crecimiento de 2.7% y 3.8%, respectivamente, similares a las registradas el año anterior (2.6% y 3.7%, en su orden).

ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS: 2002 - 2003
(Millones de quetzales de 1958)

CONCEPTO	2002 e/	2003 py/	Tasas de variación	
			2002	2003
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,293.3</u>	<u>5,428.4</u>	<u>2.0</u>	<u>2.6</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,187.4	1,202.8	1.4	1.3
Explotación de minas y canteras	28.3	29.6	6.4	4.8
Industria manufacturera	678.3	685.6	0.7	1.1
Construcción	92.7	88.5	(16.1)	(4.5)
Electricidad y agua	217.1	231.0	6.1	6.4
Transporte, almacenamiento y comun.	550.5	578.0	5.3	5.0
Comercio al por mayor y al por menor	1,311.5	1,337.6	2.2	2.0
Banca, seguros y bienes inmuebles	261.3	266.1	0.3	1.8
Propiedad de vivienda	245.3	251.9	2.6	2.7
Administración pública y defensa	409.6	434.2	2.9	6.0
Servicios privados	311.3	323.1	3.7	3.8

e/Cifras estimadas

py/Cifras proyectadas



2. Del sector externo

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas anteriormente, para la balanza de pagos de Guatemala en 2003 se plantea un escenario en el que se estima un aumento de reservas monetarias internacionales netas –RIN- por US\$450.0 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$1,608.5 millones, sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para el próximo año, el cual se ubicaría en US\$1,158.5 millones, equivalente a 4.6% del PIB (4.9% en 2002).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$2,468.5 millones, mayor en US\$127.9 millones (5.5%) respecto al de 2002. Dicho resultado estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$82.3 millones (8.2%) y por el aumento en el valor de las exportaciones de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$45.6 millones (3.4%). Las ventas a Centroamérica estarían creciendo en US\$35.4 millones (3.9%). Por su parte, los otros productos que se destinan al resto del mundo estarían aumentando en US\$10.2 millones (2.4%).

En el caso del valor de las exportaciones de los principales productos, el aumento de 8.2% se explicaría, principalmente, por un alza en el valor de las exportaciones de café, al pasar de US\$266.2 millones en 2002 a US\$311.4 millones en 2003, como consecuencia de la tendencia al aumento en el precio internacional del grano, ya que se prevé una reducción en el volumen de exportación por alrededor de 125 miles de quintales. En lo concerniente al valor exportado del azúcar, se estima que éste se situaría en US\$271.7 millones, mayor en US\$6.5 millones (2.4%) respecto de 2002. Dicho resultado obedecería a un incremento en el precio medio por quintal del edulcorante, el cual pasaría de US\$8.10 a US\$8.40, en tanto que el volumen exportado se reduciría en 400.5 miles de quintales, al alcanzar 32,349.9 miles de quintales en 2003.

En el caso del banano, el valor exportado se esperaría que se sitúe en US\$214.6 millones, mayor en US\$10.2 millones (5.0%) con relación a 2002. Este resultado estaría explicado por un aumento en el volumen de exportación, en miles de quintales, el cual pasaría de 18,250.6 en 2002 a 19,079.9 en 2003, a causa de la existencia de precios favorables en el mercado internacional. Por último, en lo que respecta al petróleo, se espera un aumento en su valor de exportación debido, principalmente, a la tendencia al alza del precio del producto en el mercado internacional.

En cuanto al valor CIF de las importaciones, éste estaría ubicándose en US\$6,383.4 millones, mayor en US\$372.9 millones (6.2%) respecto de 2002. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica. Por su parte, el valor de las importaciones mostraría un aumento en los bienes de consumo 7.3%; en maquinaria, equipo y herramienta 7.3%; en



combustibles y lubricantes 5.1%; en materiales de construcción 5.1%; y, en materias primas y productos intermedios 4.8%.

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para el próximo año, la balanza comercial registraría un déficit de US\$3,914.9 millones, mayor en US\$245.0 millones (6.7%) respecto de 2002.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$906.4 millones, mayor en US\$125.0 millones (16.0%) respecto del superávit de 2002, principalmente por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento previsto en los bienes de transformación (maquila) y al aumento en los ingresos por Turismo y Viajes.

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos por US\$1,850.0 millones, mayores en US\$85.0 millones (4.8%) a las estimadas para 2002, debido a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares (5.0%) y donaciones (3.8%).

En lo que respecta a la Cuenta de Capital y Financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$1,608.5 millones, superior en US\$585.0 millones (57.2%) al de 2002. En dicho resultado destaca el aumento en el capital oficial y bancario por US\$663.1 millones, en virtud de que el próximo año se espera recibir ingresos por concepto de colocación de Bonos-Paz por un monto de US\$650.0 millones y por concepto del primer desembolso de US\$50.0 millones del préstamo para el Programa de Ajuste al Sector Financiero otorgado por el Banco Mundial. Por su parte, en la Cuenta de Capital Privado se espera una disminución de US\$93.3 millones.

En lo que respecta a las Transferencias de Capital, éstas aumentarían en US\$15.1 millones (10.0%) al situarse en US\$166.3 millones, debido a las donaciones que el gobierno recibiría del resto del mundo.

Como resultado de la Cuenta Corriente y de la Cuenta de Capital y Financiera se esperaría, como se indicó, una ganancia de reservas monetarias internacionales de US\$450.0 millones. Cabe indicar que derivado del aumento en el nivel de reservas monetarias internacionales, el número de meses de importaciones de bienes y servicios financiados con reservas sería de 4.7, mayor al valor de 2002, lo cual reflejaría una posición externa relativamente fuerte.



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2002 - 2003
-En millones de USDólares-

CONCEPTO	2002 <i>p</i>	2003 <i>e</i> / ¹	Variaciones	
			Abs	Rel
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,123.5	-1,158.5	-35.0	3.1
A. BALANZA COMERCIAL	-3,889.9	-3,914.9	-245.0	6.7
1. Exportaciones FOB	2,340.6	2,468.5	127.9	5.5
Principales Productos	1,006.1	1,087.4	81.3	8.2
Otros Productos	1,335.5	1,381.1	45.6	3.4
2. Importaciones CIF	6,010.4	6,383.4	372.9	6.2
B. SERVICIOS	781.4	906.4	125.0	16.0
1. Factoriales, Neto	-200.0	-287.8	-27.8	10.7
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,041.4	1,194.2	152.8	14.7
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	1,765.0	1,850.0	85.0	4.8
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,023.5	1,608.5	585.0	57.2
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	151.2	168.3	15.1	10.0
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	29.7 ^{a/}	692.8 ^{b/}	663.1	2,235.0
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	842.8	749.3	-93.3	-11.1
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	-100.0	450.0		
Reservas Netas (- aumento)	100.0	-450.0		
		404.1	485.0	

^{1/} Incluye Miquilá por US\$ millones

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{a/} Incluye US\$120.0 millones del primer desembolso del Préstamo Sectorial Financiero del BID

^{b/} Incluye US\$450.0 millones de ingresos por colocación de Bonos-Paz y US\$50.0 millones del primer desembolso del préstamo para el programa de ajuste al Sector Financiero

^{p/} Estimado de cierre

^{e/} Cifras Estimadas

3. Del sector fiscal

De acuerdo con estimaciones del Banco de Guatemala, consistentes con la evidencia fiscal de los últimos años en cuanto a percepción de ingresos y ejecución de gastos, y consultada su razonabilidad con el Ministerio de Finanzas Públicas, para 2003 la ejecución presupuestaria registraría un crecimiento en los ingresos de Q880.8 millones (4.2%) respecto al estimado para el cierre de 2002; mientras que el gasto total aumentaría en 16.5% (4.3% en 2002), principalmente derivado del gasto de funcionamiento, el cual crecería en 13.2% con respecto al cierre estimado de 2002. Como resultado, el déficit fiscal se situaría en Q3,890.4 millones (equivalente al 2.0% del PIB) superior al previsto para el cierre de 2002 (Q1,107.5 millones, equivalente a



0.6% del PIB). En lo que corresponde al financiamiento del déficit, es importante señalar que el gobierno no obtendría financiamiento interno mediante la colocación de nueva deuda bonificada⁴⁵. En cambio, se prevé el uso de financiamiento externo neto por Q5,729.5 millones, como resultado, por una parte, de desembolsos por Q1,903.1 millones⁴⁶ y colocación de bonos con no residentes por Q5,083.0 millones⁴⁷ y, por otra, de amortizaciones por Q1,256.6 millones. Finalmente, se estima un incremento de recursos de caja por aproximadamente Q1,839.0 millones, que representarían una desmonetización del Gobierno Central, los cuales tendrían su mayor impacto en el primer semestre de 2003, como resultado de que estacionalmente se observaría un menor gasto a realizar en dicho periodo.

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑO: 2002 - 2003
- Millones de Quetzales -

CONCEPTO	2002 e/	TRIMESTRE				2003 e/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	21,121.9	4,777.8	5,861.9	5,297.8	6,065.2	22,002.7	880.8	4.2
A. Ingresos (1+2)	20,847.7	4,723.2	5,815.5	5,239.3	6,016.6	21,794.6	946.9	4.5
1. Ingresos Corrientes	20,847.7	4,723.2	5,815.5	5,239.3	6,016.6	21,794.6	946.9	4.5
a. Tributarios	19,295.0	4,484.4	5,503.2	4,912.6	5,581.7	20,481.9	1,186.9	6.2
b. No Tributarios	1,552.7	238.8	312.3	326.7	434.9	1,312.7	-240.0	-15.5
2. Ingresos de Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Donaciones	274.2	54.6	46.4	58.5	48.6	208.1	-66.1	-24.1
II. TOTAL DE GASTOS	22,229.4	5,927.4	5,720.6	6,849.4	7,395.7	25,893.1	3,663.7	16.5
A. De Funcionamiento	15,723.5	4,327.1	4,041.3	4,549.6	4,887.3	17,805.3	2,081.8	13.2
B. De Capital	6,505.9	1,600.3	1,679.3	2,299.8	2,508.4	8,087.8	1,581.9	24.3
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-1,107.5	-1,149.6	141.3	-1,551.6	-1,330.5	-3,890.4	-2,782.9	251.3
IV. FINANCIAMIENTO NETO	1,107.5	1,149.6	-141.3	1,551.6	1,330.5	3,890.4	2,782.9	251.3
A. Interno	-754.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	754.2	-100.0
B. Externo	502.7	5,437.1	-147.6	4.5	435.5	5,729.5	5,226.8	1,039.7
C. Variación de Caja	1,359.0	-4,287.5	6.3	1,547.1	895.0	-1,839.1	-3,198.1	-235.3
(-) aumento (+) disminución								

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas
e/ Estimación

Carga tributaria	10.7	10.5
Déficit/PIB	0.6	2.0

4. Del sector monetario

Las perspectivas del comportamiento de las variables del sector monetario deben ser consistentes con la meta de inflación prevista y el crecimiento esperado de la actividad económica para 2003. En ese sentido, se estima que la demanda de emisión monetaria muestre una tasa de crecimiento interanual de 8.7%, al finalizar el año.

⁴⁵ En efecto, en el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2003, se contemplaba la emisión, negociación, colocación y amortización de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala o sus certificados representativos por un monto de hasta Q3,041.7 millones, destinados a financiar proyectos de inversión y pago de la deuda pública. Sin embargo, el Decreto Número 75-2002 del Congreso de la República "Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2003" no contempló la utilización de dichos bonos del tesoro, los cuales fueron sustituidos por Bonos-Paz hasta por un monto de Q5,297.5 millones (US\$650.0 millones).

⁴⁶ Incluye el primer desembolso por US\$50.0 millones del préstamo para el Programa de Ajuste al Sector Financiero otorgado por el Banco Mundial.

⁴⁷ Incluye colocación en el mercado internacional de Bonos-Paz por un monto de US\$650.0 millones.



Por otra parte, al considerar las perspectivas del sector externo y el crecimiento esperado de los activos internos netos -AIN- del Banco de Guatemala, compatibles con el objetivo de inflación planteado, se esperaría que durante el año se genere una monetización de origen externo de aproximadamente Q3,600.0 millones, equivalente a un incremento de las reservas monetarias internacionales netas -RIN- de US\$450.0 millones. Cabe indicar que el aumento de las RIN se explicaría, entre otros factores, por el ingreso programado de recursos provenientes de la colocación de Bonos-Paz en el mercado internacional, por un monto de US\$650.0 millones, así como por el ingreso de US\$50.0 millones del primer desembolso correspondiente al préstamo para el Programa de Ajuste al Sector Financiero otorgado por el Banco Mundial.

Tomando en cuenta el nivel previsto de RIN y el objetivo de inflación, se esperaría que los AIN del Banco de Guatemala aumenten en un monto máximo de Q11,126.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que los otros activos netos constituirían un factor de inyección de liquidez a la economía, principalmente, por el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia del año, el cual tendría como principal componente el costo de las operaciones de mercado abierto, representando una monetización de aproximadamente Q1,199.0 millones para 2003.

Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían los depósitos del gobierno central por Q1,839.0 millones, así como el efecto del crecimiento esperado de la intermediación financiera que permitiría un aumento de los depósitos del público en los bancos del sistema, lo que a su vez, generaría que éstos constituyan reservas en el Banco de Guatemala por Q312.0 millones. Por su parte, se estima que los depósitos e inversiones que realizarían el resto de las entidades oficiales no financieras en el Banco de Guatemala estarían desmonetizando por un monto de Q112.0 millones.

Consistente con el diseño del programa monetario, el factor de ajuste de los AIN debería ser las operaciones de mercado abierto -OMAs-. En ese sentido, el Banco de Guatemala debería neutralizar liquidez en el año por alrededor de Q1,995.0 millones, aumentando el saldo de OMAs en dicho monto.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2003
En millones de Q.

Concepto	2003				
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	4778	5862	5298	6065	22003
Egresos	5927	5721	6849	7396	25893
Corrientes	4327	4041	4550	4887	17805
Capital	1600	1679	2300	2508	8088
Déficit (% del PIB)	1150	-141	1552	1331	3890 2.0
Financiamiento Externo NETO	5437	-148	5	436	5730
Financiamiento Interno NETO	0	0	0	0	0
Variación de Caja	-4288	6	1547	895	-1839
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Internacionales Netas	5176	-216	-808	-552	3600
RIN US\$	647	-27	-101	-69	450
II. Activos Internos Netos	504	2942	2727	4952	11126
1. Gobierno Central	-4288	6	1547	895	-1839
2. Resto del Sector público	-21	-25	-30	-36	-112
3. Posición con bancos	162	-223	-127	-124	-312
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	162	-223	-127	-124	-312
4. Otros Activos Netos	529	286	221	498	1534
Gastos y productos	459	194	143	403	1199
Otros	70	92	78	95	335
5. Vencimientos de OMAs	4122	2898	1116	3719	11855
III. CREACION DE LIQUIDEZ	5680	2726	1919	4400	14726
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-457	-380	-192	1905	876
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-6137	-3106	-2111	-2495	-13850
D. RECOLOCACION DE OMAs	4122	2898	1116	3719	11855
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-2015	-208	-995	1224	-1995

El programa monetario trimestral sugiere que para mantener las condiciones de estabilidad monetaria que demanda la economía, en el primer trimestre habría un excedente de liquidez neto de alrededor de Q2,015.0 millones, el cual debe ser



neutralizado por el Banco de Guatemala mediante OMAs. Esto sería consistente con un aumento de las RIN de US\$647.0 millones.

Durante el segundo y tercer trimestres, de acuerdo a la estimación de los factores de contracción y expansión monetaria que integran los AIN del Banco de Guatemala, habría que aumentar el nivel de las OMAs en montos aproximados a Q208.0 millones y Q995.0 millones, respectivamente. Lo anterior también sería consistente con una reducción de las RIN por US\$27.0 millones en el segundo trimestre y US\$101.0 millones en el tercer trimestre.

En el último trimestre habría que inyectar liquidez por alrededor de Q1,224.0 millones, lo cual indicaría que el nivel de OMAs descendería por ese monto en dicho periodo. Es de recordar que debido a que las OMAs constituyen el factor de ajuste de los AIN del Banco de Guatemala, éstas deberían corregir cualquier desvío que presente el resto de factores monetizantes estimados en el programa trimestral para 2003.

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

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL

De acuerdo con la ley, el objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

Complementariamente, y privilegiando el logro del objetivo fundamental, se deberá continuar moderando la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, tal como se ha venido haciendo desde 2000.

Para el logro de dicho objetivo es preciso reiterar que una política monetaria prudente debe verse complementada, especialmente, por una política fiscal disciplinada.

B. META DE POLÍTICA

En lo referente a la meta de inflación para 2003, se proyecta que la misma se ubique dentro de un rango de 4% y 6%. Este rango de inflación permitiría que el aumento proyectado de la emisión monetaria sea consistente con el crecimiento esperado de la producción, lo que coadyuvará a evitar cualquier exceso de monetización inorgánica que derive en desviaciones sustanciales de la meta trazada.

La elección eficiente de una meta realista de inflación pretende, entre otros aspectos, que la gestión monetaria se torne en un factor coadyuvante del buen desempeño de la economía, ya que si se eligiese como meta una tasa de inflación significativamente menor, podría generarse una insuficiencia de liquidez en la economía que impediría que la oferta monetaria fuera compatible con el crecimiento económico



esperado, con el consiguiente efecto inhibitor en dicho crecimiento y en la generación de empleo. Por otra parte, una tasa mayor de inflación podría ser contraproducente no sólo por las severas distorsiones inherentes a las tasas de inflación elevadas, sino que podría propiciar una mayor apreciación del tipo de cambio real, lo que iría en detrimento de la competitividad de las exportaciones nacionales en los mercados internacionales.

El rango establecido como meta para la política monetaria busca, asimismo, cimentar la credibilidad del banco central y afectar positivamente las expectativas de los agentes económicos, a fin de propiciar un escenario estable para que los mismos puedan tomar adecuadamente sus decisiones de producción, consumo y ahorro. En tal sentido, cabe indicar que la meta propuesta representa una reducción gradual de la inflación respecto del nivel de 6.3% con que se prevé finalizar 2002, con lo cual se busca transmitir un claro mensaje del compromiso del banco central para continuar con sus esfuerzos de disciplina monetaria.

C. VARIABLES INDICATIVAS

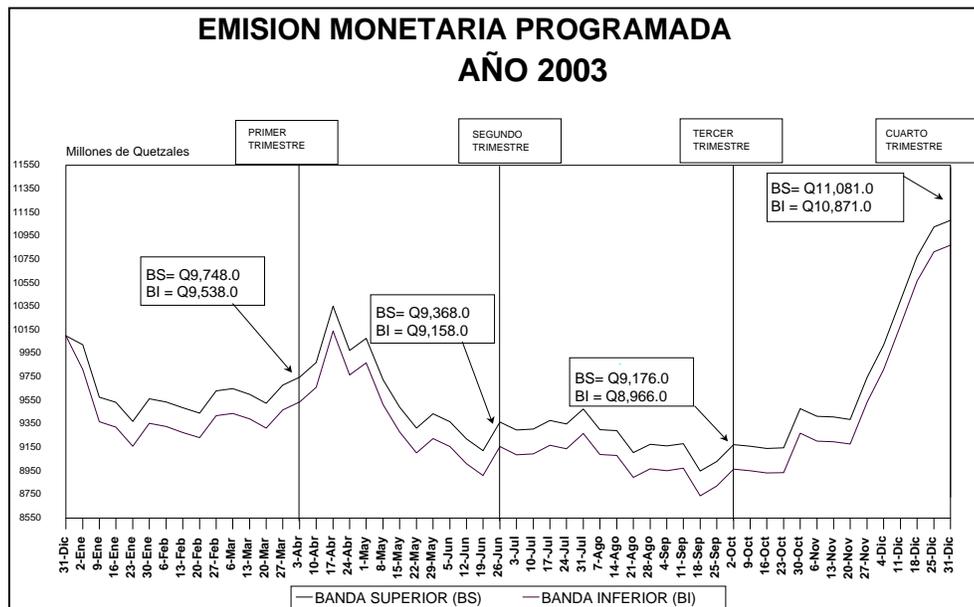
Las variables indicativas tienen como objetivo orientar las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia, de tal manera que permitan evaluar en qué medida se están logrando las metas.

A continuación se presentan las variables indicativas que se propone monitorear para 2003. Cabe indicar que dichas variables son las que se utilizaron en 2002, pero con ciertos ajustes en una de ellas, a efecto de mejorar la capacidad de seguimiento de la política monetaria.

1. Emisión monetaria

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

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



2. Tasas de interés

Para 2003, con el fin de buscar la estabilidad en el mercado de dinero y evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se continuará dando seguimiento a la tasa parámetro (Tasa Taylor ajustada), así como a las tasas de interés de paridad y de reportos, las cuales se comentan a continuación.

a. Tasa parámetro

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

Para 2003, se sugiere eliminar del cálculo de la tasa parámetro la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto y sustituirla por la tasa de interés pasiva promedio ponderado del sistema bancario, en virtud de que dicha tasa es la compensación que se reconoce a los prestamistas (ahorrantes) por posponer su consumo.

b. Tasa de paridad

A la par de la tasa parámetro conviene contar con otro indicador de referencia sobre lo que podría ser un comportamiento de la tasa de interés que sea compatible con el programa monetario, para lo cual puede contarse con un indicador



que compare la competitividad de la tasa de interés doméstica respecto a las tasas externas, de tal forma que pueda ir evaluando si el nivel de la tasa de interés induce a una salida o un ingreso de capitales que podría generar inestabilidad en el tipo de cambio. En tal sentido es conveniente dar seguimiento a la evolución de las tasas de interés de paridad (activa y pasiva).

3. Medios de pago

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

En virtud de lo anterior, se tiene que para 2003 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 9% y 11%, en términos interanuales.

4. Crédito bancario al sector privado

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

Al igual que en el caso de los medios de pago, se propone estimar una tasa de crecimiento total del crédito al sector privado, incluyendo moneda nacional y moneda extranjera, de tal forma que el crédito total al sector privado guarde congruencia con la meta de inflación prevista por la autoridad monetaria. De esa forma, se esperaría que el crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado podría crecer entre 10% y 12% en términos interanuales.

5. Tipo de cambio

Para 2003 se deberá dar seguimiento al comportamiento del tipo de cambio, tomando en consideración sus determinantes, entre ellos, los flujos de capital, el desempeño del comercio exterior, las expectativas de los agentes económicos respecto al desempeño futuro de la actividad económica y los niveles de liquidez en el mercado de dinero, así como sus movimientos estacionales.

6. Inflación subyacente

Este indicador muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada variabilidad (mayormente estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria.



7. Índice de condiciones monetarias -ICM-

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

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

El seguimiento de las siete variables comentadas serviría de base para la adopción de decisiones de política monetaria y se enmarcaría dentro del proceso de mejoramiento, tanto del marco analítico como de los aspectos operativos de la política monetaria.

D. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Derivado del proceso de globalización y modernización de los mercados financieros, el mecanismo de transmisión de la política monetaria es cada día más complejo. Es por ello que, con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2003, se considera conveniente explicitar los principios de participación tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

1. Enfoque en el objetivo fundamental

La existencia de un objetivo fundamental en términos de promover la estabilidad en el nivel general de precios, permite al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de esa meta, que es la mejor contribución que puede ofrecer para la creación y el mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. Es por ello que todas las funciones y atribuciones del banco central deben realizarse privilegiando la estabilidad de precios; es decir, sin menoscabo de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria.

2. Estabilidad en las tasas de interés de corto plazo

El Banco de Guatemala debe participar, cuando sea necesario, en el mercado de dinero por medio de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD-, de las bolsas de valores, de licitaciones y de forma directa, a fin de que las condiciones de liquidez en el mercado de dinero propicien la estabilidad en la tasa de interés de ese mercado. Como el principal indicador de participación se utilizará la Tasa Parámetro, calculada mediante una "Regla de Taylor". Para el seguimiento de la Tasa Parámetro se establecerá un corredor acotado por un límite de +/- una desviación estándar en torno al punto central de dicha tasa.



Para efectos de inyectar liquidez, el Banco de Guatemala considerará participar en el mercado mediante operaciones de reporto (preferentemente a menos de un mes plazo) cuando la tasa de interés en la mesa interbancaria o en el mercado de reportos rebase el límite superior acotado de la tasa parámetro. Para la determinación de la tasa de interés de dichas operaciones se utilizará como referencia el límite superior señalado.

Para efectos de retirar liquidez del mercado, el Banco de Guatemala considerará colocar títulos o certificados (preferentemente a menos de un mes plazo) cuando la tasa en la mesa interbancaria o en el mercado de reportos caiga por debajo del límite inferior acotado de la tasa parámetro. Para la determinación de la tasa de interés de dichas colocaciones se utilizará como referencia el límite inferior señalado.

3. Adecuación de la oferta de dinero primario

El seguimiento de la cantidad de dinero es un mecanismo importante para asegurar al mercado que el Banco de Guatemala no creará la fuente más elemental de inflación: el exceso de emisión primaria, ya que si ello ocurriera el público elevaría rápidamente sus expectativas inflacionarias lo que, a su vez, resultaría en depreciación cambiaria, alzas en las tasas de interés y ajustes en el nivel general de precios de los bienes y servicios.

Este elemento es un complemento necesario al indicado en el apartado anterior, referente a estabilizar las tasas de interés de corto plazo. Ello es así porque si se aplicara únicamente una regla basada en la tasa de interés de corto plazo, bajo ciertas circunstancias, podría implicar que el Banco de Guatemala acomodara pasivamente cualquier demanda de liquidez, lo cual podría generar problemas en el manejo de la política monetaria. En particular, el banco central podría eventualmente estar satisfaciendo una demanda de dinero derivada de mayores expectativas inflacionarias.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala deberá dar seguimiento a la trayectoria observada de la emisión, comparándola con el corredor programado (el cual es consistente con la meta de inflación). En este proceso habrá de tomar en cuenta que existen factores que dificultan la estimación de la emisión, como por ejemplo: (a) la relación entre inflación y emisión, incluyendo sus rezagos, puede cambiar en el tiempo; (b) los supuestos básicos de la estimación pueden no materializarse; y, (c) la relación entre la emisión y las variables que explican su comportamiento puede cambiar en el tiempo. Es por ello que el Banco de Guatemala debe auxiliarse también de las otras variables indicativas que puedan proporcionar mayor información sobre la evolución presente y futura de la inflación.

No obstante lo anterior, y dada su precisión en el pasado, la utilidad de darle un seguimiento cercano a la emisión radica en el hecho de que puede constituirse en una señal de alerta en caso de que se produzcan desviaciones respecto al programa monetario. El Banco de Guatemala evaluará dichas desviaciones y cuando éstas



impliquen un riesgo inflacionario adoptará una posición restrictiva. Dicha posición se materializará mediante la colocación de títulos o certificados (previsiblemente a plazos mayores de un mes) por medio de licitaciones por montos predeterminados, de manera que las tasas de interés correspondientes sean determinadas por los agentes económicos.

Cabe indicar que el banco central ajusta su emisión a la demanda de dinero estimada mediante variaciones en sus AIN o en sus RIN. De esas dos variables, el banco central tiene un control relativamente más directo sobre los AIN, a través de la realización de OMAs. En tal virtud, a lo largo de 2003 el programa monetario prevé un manejo de las operaciones de mercado abierto en función de los vencimientos de las mismas, así como de la estacionalidad que históricamente ha caracterizado a la emisión monetaria.

4. Flexibilidad Cambiaria

El régimen cambiario vigente es flexible y, por ende, el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. A ese respecto, conviene recordar que en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible tener un control del tipo de cambio y, simultáneamente, de un agregado monetario, lo cual no es más que reiterar que una política de estabilización monetaria no puede descansar sobre el establecimiento de dos anclas nominales, por lo que resulta evidente que la acción del Banco de Guatemala se centra en mantener una inflación baja y estable a fin de que el resto de determinantes fundamentales experimenten un comportamiento que no distorsione a la macroeconomía del país.

No obstante lo anterior, existen razones que justifican la participación esporádica del banco central en el mercado cambiario. En primer lugar, en una economía abierta, el tipo de cambio afecta el precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual afecta a su vez la demanda doméstica y externa de bienes producidos localmente y, por lo tanto, afectará la demanda agregada y a la inflación. En segundo lugar, existe también un canal directo por el cual el tipo de cambio afecta el precio en moneda local de los bienes importados, lo cual se refleja en el IPC. En tercer lugar, como agente del Estado, el banco central debe adquirir y proveer de divisas de y al gobierno para la atención de sus obligaciones.

En tal sentido, el Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario con el propósito de adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, a fin de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.

Asimismo, a fin de reducir la volatilidad en el mercado, el Banco de Guatemala continuará actuando en un esquema de flexibilidad. Para el efecto, la participación estaría delimitada por la tendencia del mercado, explicitada a través del tipo de cambio de referencia del mercado bancario, así como por la tendencia y estacionalidad del tipo de cambio. Es decir, al considerar participar en el mercado



cambiario, el banco central deberá tomar en consideración los factores estacionales y la tendencia del tipo de cambio que, en ausencia de factores especulativos o choques externos, debería seguir una trayectoria de mercado.

E. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Operaciones de mercado abierto

La estabilización de las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés, tipo de cambio) que se logró a partir del 2000 y se consolidó en 2001 y 2002, fue un logro de la política monetaria que se basó, fundamentalmente, en la aplicación de medidas ortodoxas basadas en la realización de OMAs. Dichas operaciones han demostrado ser un instrumento muy flexible que permite al banco central comprar o vender valores por el monto necesario para expandir o contraer la cantidad de dinero primario con rapidez de acuerdo con las necesidades de un programa monetario.

En ese sentido, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2003 las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de la oferta monetaria, ya que es el instrumento que menores distorsiones introduce a la economía, permitiendo cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios. Es por ello que el uso de dicho instrumento se llevaría a cabo tomando en cuenta las necesidades de inyección o contracción de liquidez, de conformidad con el procedimiento descrito.

Cabe indicar que las OMAs serían el instrumento compensador para adecuar la oferta de dinero primario en la economía, por lo que en un escenario favorable es importante e imprescindible el apoyo de la política fiscal, lo que permitiría que la realización de OMAs se efectúe sin ocasionar presiones innecesarias sobre la tasa de interés.

2. Encaje bancario

Si bien el encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos años ésta no se ha utilizado para tal fin, sino más bien para efectos de resguardo de liquidez. En este sentido, dado que, por una parte, aún es necesario consolidar la confianza en el sistema financiero y, por otra, las entidades bancarias mantienen excedentes importantes de encaje, sería recomendable continuar con una tasa de encaje de 14.6%. Adicionalmente, del análisis del programa monetario 2003 se pone de manifiesto que no existiría espacio monetario suficiente para adoptar una reducción de dicha tasa.



F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Coordinación con la política fiscal

El principal objetivo de la política macroeconómica es crear las condiciones para que, en un ambiente de estabilidad, la economía alcance un crecimiento sostenido. En ese sentido, la coordinación de las políticas monetaria y fiscal cobra especial relevancia para fortalecer la eficiencia y eficacia de la política macroeconómica.

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

Cabe indicar que la estabilidad económica es una condición necesaria e imprescindible para maximizar el crecimiento económico. En ese sentido, la correcta coordinación de las referidas políticas es fundamental para evitar que la gestión monetaria incurra en inconsistencias dinámicas que dañen la credibilidad de la política macroeconómica.

En el contexto descrito, resulta importante fomentar y fortalecer la comunicación institucional en las áreas mencionadas, para lo cual se propone conformar un grupo de trabajo, integrado por funcionarios del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala, encargado de darle seguimiento periódico a la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria.

2. Continuar con la modernización del sistema de pagos

Con el propósito de preservar la sanidad del sistema financiero y de procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, a fin de reducir el riesgo sistémico, el Banco de Guatemala en 2003 continuará con las acciones que ha venido realizando a efecto de concluir el proceso de automatización de las operaciones de la cámara de compensación de cheques y lograr la adopción de un sistema de pagos de liquidación bruta en tiempo real -LBTR- en el sistema bancario, lo cual permitirá reducir los riesgos inherentes a las operaciones de alto valor, así como su liquidación en línea y en tiempo real.

3. Rendición de cuentas y divulgación de información

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del banco central y dentro del enfoque del objetivo de meta de inflación es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidas en la ley orgánica, se estima prudente que, con el fin de que el Banco de Guatemala de a conocer al público en forma comprensible y accesible los objetivos de



la política monetaria, así como las acciones tomadas para la ejecución de dicha política, también se instituye la realización de una conferencia de prensa mensual del Presidente del Banco de Guatemala. Para el cumplimiento de lo indicado, se propone la calendarización siguiente:

INFORME O PUBLICACIÓN	FECHA SUGERIDA PARA 2003
<ul style="list-style-type: none">• INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA	ENERO Y JULIO
<ul style="list-style-type: none">• BALANCE GENERAL DEL BANCO DE GUATEMALA	CADA MES
<ul style="list-style-type: none">• ESTADOS FINANCIEROS ANALÍTICOS AUDITADOS	MARZO
<ul style="list-style-type: none">• INFORME DE POLÍTICA MONETARIA	ABRIL Y SEPTIEMBRE
<ul style="list-style-type: none">• EVALUACIÓN DE LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	DICIEMBRE
<ul style="list-style-type: none">• POSICIÓN DE ACTIVOS DE RESERVA Y PASIVOS Y COMPROMISOS EN DIVISAS	MARZO
<ul style="list-style-type: none">• ESTUDIO DE LA ECONOMÍA NACIONAL	JUNIO
<ul style="list-style-type: none">• MEMORIA DE LABORES	JUNIO
<ul style="list-style-type: none">• RESUMEN DE LAS ACTUACIONES DE LA JUNTA MONETARIA EN MATERIA DE POLÍTICA MONETARIA	CUANDO SE ADOPTEN MEDIDAS DE POLÍTICA
<ul style="list-style-type: none">• RESOLUCIONES DE LA JUNTA MONETARIA EN QUE SE DETERMINE LA POLÍTICA MONETARIA	CUANDO SE ADOPTEN MEDIDAS DE POLÍTICA
<ul style="list-style-type: none">• PROGRAMA MONETARIO Y PROPUESTA DE POLÍTICA	DICIEMBRE
<ul style="list-style-type: none">• CONFERENCIA DE PRENSA DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA	MENSUAL



III. RECOMENDACIÓN

Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.





ANEXO



ANÁLISIS SOBRE LOS PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO

I. INTRODUCCIÓN

El tipo de cambio nominal es el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional; es decir, es el número de unidades de la moneda nacional que se deben ofrecer para obtener una unidad de la moneda extranjera. En este sentido, cabe indicar que en Guatemala el régimen cambiario vigente es flexible, lo cual implica que el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado.

Aún cuando el tipo de cambio ha mostrado una clara tendencia hacia la depreciación desde 1994, durante 2002 dicha variable, por el contrario, se ha apreciado. En efecto, como se aprecia en el Cuadro 1, el tipo de cambio al 14 de noviembre de 2002 se ha depreciado 35.5% con respecto a diciembre de 1994 y 23.9% con respecto a diciembre de 1997. Sin embargo, el mismo se encuentra apreciado 0.6% y 4.3% con respecto a diciembre de 2000 y diciembre de 2001, respectivamente.

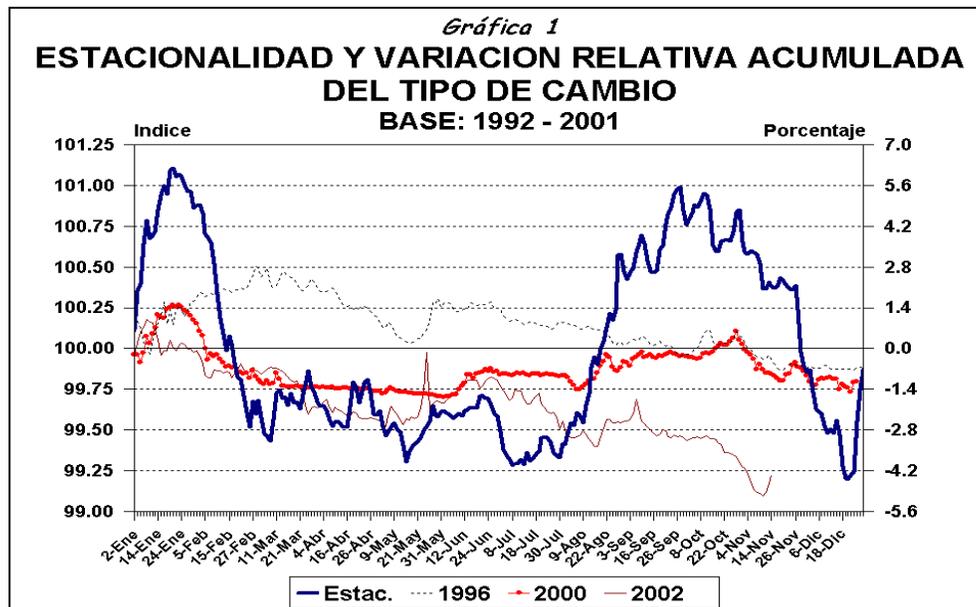
Cuadro 1
TIPO DE CAMBIO
VARIACION RELATIVA ACUMULADA
AÑOS: 1994 - 2002

FECHA	Quetzales por US\$1.00			% Deprec.(+), % Aprec.(-)		
	COMPRA	VENTA	PROMEDIO	COMPRA	VENTA	PROMEDIO
29-Dic-94	5.63	5.67	5.65			
15-Nov-95	5.95	5.98	5.96	5.6	5.5	5.6
28-Dic-95	6.03	6.06	6.04			
15-Nov-96	6.00	6.02	6.01	-0.5	-0.6	-0.5
30-Dic-96	5.99	6.01	6.00			
14-Nov-97	6.23	6.25	6.24	3.9	4.1	4.0
30-Dic-97	6.17	6.19	6.18			
16-Nov-98	6.54	6.56	6.55	6.0	6.0	6.0
30-Dic-98	6.84	6.85	6.85			
15-Nov-99	7.74	7.76	7.75	13.1	13.2	13.2
30-Dic-99	7.79	7.85	7.82			
15-Nov-00	7.75	7.76	7.75	-0.6	-1.1	-0.9
29-Dic-00	7.70	7.71	7.70			
15-Nov-01	8.07	8.09	8.08	4.9	5.0	5.0
28-Dic-01	7.98	8.02	8.00			
14-Nov-02	7.64	7.67	7.65	-4.3	-4.4	-4.3

Además, como puede observarse en la Gráfica 1, la estacionalidad del tipo de cambio indica que la tendencia de dicha variable de julio a noviembre, regularmente es hacia la depreciación. Sin embargo, durante 2002, tal comportamiento ha sido el



opuesto. Dicha gráfica ilustra que 1996 y 2000 fueron también años en los cuales el tipo de cambio no obedeció a su comportamiento estacional y que en 2002 el desalineamiento con respecto a la tendencia estacional ha sido el más severo desde que en 1994 se completó el régimen de tipo de cambio flexible en Guatemala.



Dado a que ésta es una variable que afecta de manera distinta a diversos sectores nacionales (comerciantes y exportadores, entre otros), es necesario conocer cuáles son los principales factores que han conducido a tal apreciación. Por consiguiente, el presente anexo pretende determinar cuáles han sido los factores que influyen en el comportamiento del tipo de cambio nominal en Guatemala durante los últimos dos años. Con éste propósito, en el apartado II se describe el enfoque monetario del tipo de cambio nominal. Posteriormente, en el apartado III se elabora un análisis econométrico que utiliza como determinantes del tipo de cambio en Guatemala, el enfoque mencionado. Finalmente, el último apartado concluye en identificar los principales factores que han influido en la apreciación inusual del tipo de cambio en 2002.

II. ASPECTOS TEÓRICOS QUE DETERMINAN EL TIPO DE CAMBIO

a) La oferta y la demanda de dinero

Tomando en cuenta que el tipo de cambio nominal es un precio, se tiene que, al igual que el resto de precios de la economía (como la tasa de interés, por ejemplo), el mismo está determinado por las fuerzas de la oferta y la demanda, en este caso, por la oferta y la demanda de dinero. Ahora bien, la oferta y la demanda de dinero conforman el mercado monetario, el cual, a su vez, se relaciona, mediante diferentes mecanismos, con el resto de mercados de la economía: es así como el mercado de



dinero se convierte en el mercado que transfiere hacia el tipo de cambio nominal los efectos de las distorsiones o los cambios que se dan en los otros mercados. De acuerdo con lo indicado, la oferta y la demanda de dinero son, entonces, los principales determinantes del comportamiento del tipo de cambio nominal. En lo referente a la oferta de dinero, la determinación de la misma la realiza el banco central a través de su política monetaria y, como se mencionó, la demanda de dinero, a su vez, se relaciona con el resto de mercados a través de sus dos determinantes básicos: el nivel de ingreso y la tasa de interés.

En el caso del nivel de ingreso, la teoría económica convencional indica que un aumento en el mismo genera un aumento en la demanda de dinero; efecto contrario sucede cuando cae el nivel de ingreso. El aumento en la demanda de dinero generará una apreciación de la moneda doméstica debido al exceso de oferta de moneda extranjera que esto genera en el mercado cambiario, mientras que, por las razones mencionadas, una reducción en la demanda de dinero nacional producirá una depreciación de la moneda, ya que se producirá un exceso de demanda de moneda extranjera.

En cuanto a la tasa de interés, cabe indicar que existe una relación inversa entre esa variable y la demanda de dinero. Un aumento en la tasa de interés genera una caída en la demanda de dinero y, por ende, una depreciación de la moneda. Por el contrario, cuando la tasa de interés baja, sube la demanda de dinero y el tipo de cambio se aprecia. El aumento en la tasa de interés doméstica, por otro lado, produce un aumento en el ingreso de capitales, lo cual ayuda a satisfacer el aumento en la demanda de moneda extranjera (dado que la demanda de dinero interno cae) generada por una mayor tasa de interés, lo contrario sucederá con una disminución de la tasa de interés doméstica. El ingreso (salida) de capitales puede mitigar o revertir la apreciación (depreciación) cambiaria generada por el aumento (reducción) de la demanda de dinero, dependiendo de la magnitud de los flujos de capitales.

b) El rol de las expectativas

En adición a las variables macroeconómicas, explícitamente cuantificables, está el rol que juegan las expectativas en el comportamiento del tipo de cambio nominal. Al respecto, cabe indicar que la teoría económica moderna tipifica al tipo de cambio como un activo financiero más. Esto quiere decir que la cotización del tipo de cambio se ve afectada por la información que los agentes económicos reciben constantemente. En tal sentido, y de acuerdo a la teoría de la paridad no cubierta de la tasa de interés, un aumento en la tasa de depreciación esperada del tipo de cambio se traduce, mediante un aumento en la tasa de interés interna, en una depreciación cambiaria en el presente. Es de esta forma como un evento futuro puede traducirse o generar una apreciación cambiaria en el presente; si, por ejemplo, el gobierno de un país adopta una política fiscal restrictiva, cuyos efectos deberán afectar a la economía en un futuro no muy lejano, la confianza en la moneda nacional y la expectativa de la probable apreciación cambiaria afecta la tasa de interés interna en el presente y, por lo tanto, la apreciación, que debiese de presentarse en el futuro, ocurre en el periodo actual.



c) El papel de la especulación

Otro aspecto que influye en el comportamiento del tipo de cambio es la especulación. En el contexto de un mercado cambiario, el término especulación indica la actividad por medio de la cual los agentes económicos asumen deliberadamente un riesgo en la búsqueda de obtener un beneficio al arbitrar a través del tiempo. Por ejemplo, cuando el tipo de cambio tiene una tendencia a depreciarse, los agentes económicos buscan comprar al menor precio posible para vender a un precio más alto en el futuro y, de esta manera, obtener una ganancia económica.

La mencionada forma de actuar, implica que en principio, la especulación es una actividad estabilizadora del tipo de cambio, contrario a las imputaciones de que la misma genera inestabilidad en la variable mencionada. La propiedad estabilizadora de la especulación estriba en que cuando, por ejemplo, el tipo de cambio se está apreciando, los especuladores desearán comprar la moneda extranjera para venderla a un precio más alto en el futuro; sin embargo, al acudir al mercado cambiario a comprar moneda extranjera, por el exceso de demanda que esto genera, se evita que el tipo de cambio se aprecie excesivamente. Ahora bien, la cantidad de moneda extranjera adquirida a un precio bajo será vendida o puesta en el mercado únicamente cuando el tipo de cambio se esté depreciando, ya que sólo de ésta forma los agentes económicos obtienen una ganancia de capital. Al acudir a vender divisas a un precio más caro, se genera un aumento en la oferta disponible de moneda extranjera, lo que aminora el proceso de depreciación del tipo de cambio. Lo anterior evidencia que la especulación, bajo circunstancias normales, es más bien una actividad estabilizadora del tipo de cambio, ya que la misma reduce la magnitud tanto de la apreciación como de la depreciación del mismo.

d) El enfoque monetario tradicional y modificado

Los principales aspectos de los argumentos enunciados anteriormente se resumen en el enfoque monetario del tipo de cambio (ver Apéndice), el cual indica que el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero determina el nivel de precios. Dado a que el mismo mecanismo determina el nivel de precios externo, esto afecta el tipo de cambio, ya que éste es equivalente a la razón de precios domésticos e internacionales, de acuerdo al enfoque de la paridad del poder de compra. Además, esta fracción es equivalente a la razón entre las demandas de dinero domésticas y externas. Por consiguiente, otra forma de expresar el comportamiento del tipo de cambio, de acuerdo a este enfoque, es a través del diferencial de las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, producción y tasas de interés del país doméstico con respecto al país extranjero. Es importante mencionar que en éste enfoque las expectativas también juegan un papel primordial, ya que los niveles actuales del tipo de cambio pueden ser expresados como función de los valores futuros de la inflación y crecimiento de la oferta monetaria.

Dado a que el enfoque monetario no ha sido del todo relevante en cuanto a explicar el comportamiento del tipo de cambio, ciertas modificaciones se han hecho a las variables explicativas del modelo. La primera de ellas es conocida como el modelo



monetario con precios fijos, el cual asume que los precios son fijos en el corto plazo y, por consiguiente, la paridad del poder de compra no se cumple, sino hasta en el largo plazo. Este modelo se conoce también como el Modelo de Overshooting de Dornbusch, ya que asume que un incremento en la oferta monetaria doméstica producirá una depreciación del tipo de cambio por arriba de su valor de equilibrio, y conforme transcurre el tiempo, y los precios se incrementan, el tipo de cambio tenderá hacia su trayectoria de equilibrio en el largo plazo. Otra modificación al enfoque monetario ha sido la utilización del diferencial de tasas de interés reales, en lugar de tasas de interés nominales. Este enfoque se conoce como el enfoque monetario de diferenciales de tasas de interés real, el cual ha sido utilizado en diversos trabajos empíricos, aunque sin mayor beneficio sobre las previas dos alteraciones. Finalmente, otra variante del enfoque monetario consiste en el modelo de Hooper-Morton de determinación del tipo de cambio de equilibrio. Este modelo agrega al modelo monetario tradicional, los saldos acumulados de la cuenta corriente de la balanza de pagos de ambos países. De acuerdo con el referido modelo, los cambios en el valor acumulado de la cuenta corriente de la balanza de pagos producen cambios en las expectativas de equilibrio del tipo de cambio en el largo plazo.

De los enfoques descritos con anterioridad se estima que el enfoque monetario de Hooper-Morton podría ser utilizado para modelar el comportamiento actual del tipo de cambio en Guatemala. Por consiguiente, se considera que el tipo de cambio del Quetzal respecto al dólar de EEUU podría obedecer a los factores siguientes:

1. $(m_2 - m_2^*)$: el diferencial entre la tasa de crecimiento de la oferta monetaria doméstica y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria del país cuyo tipo de cambio se analiza (en este caso EEUU). De acuerdo a la teoría económica, a mayores valores de dicho diferencial, mayores serán las presiones inflacionarias en la economía doméstica, y habrá una mayor demanda de moneda extranjera, por lo que el tipo de cambio tiende a depreciarse. La relación entre esta variable y el tipo de cambio es por ende positiva.
2. $(p - p^*)$: el diferencial entre las tasas de inflación doméstica e internacional. De acuerdo a la teoría, mayores presiones inflacionarias generarán una mayor demanda por bienes importados y, por consiguiente, una mayor demanda de divisas. Por consiguiente, esta variable también guarda una relación positiva con el tipo de cambio. Cabe mencionar que el modelo teórico utiliza el diferencial de las expectativas de inflación como variable exógena. Sin embargo, considerando la certidumbre de la política monetaria en ambos países, la inflación observada puede ser utilizada como una aproximación al ritmo inflacionario esperado.
3. $(i - i^*)$: el diferencial de tasas de interés en Guatemala con relación a la de EEUU. De esta cuenta, a mayores valores del diferencial, existirán mayores flujos de capital hacia el país, provocando una sobre oferta de divisas, y una



apreciación cambiaria. Por consiguiente, la relación entre esta variable y el tipo de cambio es negativa.

4. La tasa de crecimiento acumulado de la cuenta corriente de la balanza de pagos. De acuerdo a la teoría económica, saldos positivos o negativos en la cuenta corriente reflejan desequilibrios en el sector externo que deberán ser corregidos en el largo plazo con variaciones del tipo de cambio. Por lo tanto, un cambio hacia un saldo más equilibrado en cuenta corriente, provoca que se generen menores expectativas de ajuste cambiario futuro. En el caso de Guatemala, considerando el extraordinario ingreso de divisas por remesas familiares durante el presente año, se considera que la tasa de variación interanual en el ingreso por remesas familiares podría incluirse como proxy a la tasa de crecimiento del saldo acumulado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Se considera que este ingreso extraordinario de divisas ha provocado un cambio en las expectativas de la cotización del tipo de cambio, lo que ha provocado que se registre un cambio en el equilibrio de largo plazo. En otras palabras, dado a que el saldo de la cuenta corriente generalmente ha sido deficitario, con el incremento del ingreso por remesas familiares se está corrigiendo en buena parte dicho déficit, por lo que los agentes económicos no esperarán que se registre en el largo plazo, considerables depreciaciones con el fin de corregir dicho desequilibrio. Por lo anteriormente expuesto, el signo esperado de este elemento es negativo, dado que a mayor flujo de remesas, menores expectativas de depreciación futura.

Tomando en consideración lo anterior, el tipo de cambio podría expresarse en función de las variables descritas con anterioridad, de la siguiente forma:

$$E = C + b_1[d(m_2 - m_2^*)] + b_2[d(p - p^*)] + b_3[d(i - i^*)] + b_4 RF \quad (1)$$

En donde:

- E = Tipo de cambio nominal
- C = Constante
- m_2 = Tasa de variación de los medios de pago
- p = Tasa de inflación observada
- i = Tasa de interés nominal
- RF = Tasa de variación interanual de las remesas familiares
- d: Se refiere al diferencial entre las dos variables
- * Se refiere a los Estados Unidos

III. ANÁLISIS EMPÍRICO

a) Aspectos generales

De acuerdo a la teoría del tipo de cambio descrita en la sección previa, se llevó a cabo un análisis econométrico para determinar los factores más importantes que han determinado el comportamiento del tipo de cambio en los últimos tres años.



Con dicho propósito, se utilizaron datos semanales para el periodo 2000-2002. Dado que la variable dependiente es el tipo de cambio de Guatemala con respecto a EEUU, las variables explicativas que representan la diferencia entre las tasas domésticas e internacionales, fueron elaboradas con respecto a dicho país. En efecto, las variables exógenas utilizadas en dicho análisis fueron las que se expresaron en la ecuación (1) previamente. Más específicamente:

1. Diferencial de tasas de crecimiento de la oferta monetaria (DIFM2). Esta variable se compone de la diferencia en las tasas de crecimiento de M2 doméstico y de M2 de EEUU. A este respecto es necesario indicar que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria de Guatemala fue calculada utilizando la suma de los medios de pago en moneda nacional y en moneda extranjera, tal y como lo indica la teoría económica. El excluir los medios de pago en dólares no cambiaría el resultado final, ya que en términos porcentuales, dicho agregado monetario sólo representa alrededor de 6.8% del total, y el crecimiento de los medios de pago en Guatemala se mantiene superior al incremento de la oferta monetaria en EEUU aún excluyendo dicho monto⁴⁸.
2. Diferencial de tasas de inflación (DIFINF). Esta variable fue calculada como la diferencia entre los ritmos inflacionarios de Guatemala y de EEUU. Conviene indicar que se utilizó como aproximación al diferencial de inflaciones esperadas indicado en la ecuación (1), dada la poca volatilidad que el ritmo inflacionario ha presentado en los últimos años en ambos países.
3. Diferencial de tasas de interés (DIFINT). Esta variable fue conformada por la diferencia entre la tasa de interés en OMAS a 28 días y la tasa de interés de bonos del tesoro en EEUU a 30 días.
4. Tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares (REM). Los datos para esta variable fueron calculados con valores correspondientes al ingreso de divisas por concepto de remesas familiares, obtenidos de la balanza cambiaria.

Dada la importancia para la estabilidad macroeconómica que resultó como consecuencia de la suscripción del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, se incluye como variable explicativa adicional la siguiente:

5. Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta variable es una dummy que indica el acuerdo negociado con el Fondo Monetario Internacional. Esta variable tomó un valor de cero previo a la vigencia del acuerdo (Abril 2002) y un valor de uno a partir de dicha fecha.

Cabe mencionar que, para el periodo bajo estudio, los datos correspondientes a la tasa de interés, inflación y medios de pago de EEUU, así como de la inflación en Guatemala se encontraban inicialmente expresados de manera

⁴⁸ Al respecto, conviene indicar que se realizó un ejercicio econométrico en el que se consideró el diferencial de las tasas de crecimiento interanual de los medios de pago en moneda nacional de Guatemala y los medios de pago en moneda extranjera de Guatemala. Los resultados fueron no concluyentes, aspecto que podría explicarse porque no se tiene una serie estadística sobre los medios de pago en moneda extranjera lo suficientemente extensa, dado que dicho agregado monetario, de conformidad con la información estadística que proporciona la Superintendencia de Bancos se tiene a partir de mayo de 2001, cuando cobro vigencia la Ley de Libre Negociación de Divisas.



mensual. Por consiguiente, fue necesario expresarlos en forma semanal. Para tal efecto se obtuvo la tasa de crecimiento inter-mensual de cada una de dichas variables. Entonces se asumió que la tasa de crecimiento inter-semanal de cada una de ellas era igual a una proporción fija (igual para cada semana del mes) de la tasa de crecimiento intermensual. En otras palabras, si alguna variable tenía un crecimiento de 10% de un mes a otro, se asumió que cada semana del mes, dicha variable iba a crecer 2.5%.

b) Análisis e interpretación de resultados

Luego de calcular las variables explicativas, se llevó a cabo el análisis econométrico correspondiente para determinar los factores más importantes que influyen el comportamiento del tipo de cambio nominal de Guatemala con respecto a EEUU. Para tal efecto se llevó a cabo un análisis de regresión simple que incluía las cinco variables descritas anteriormente. Con el propósito de incluir en la determinación del tipo de cambio los movimientos ocurridos en las variables explicativas con 25 semanas (medio año) de atraso, se incluyeron en dicha regresión, los rezagos uno al veinticinco de los diferenciales de tasa de interés, inflación y de crecimiento de la oferta monetaria. Asimismo, el mismo número de rezagos fue incluido para la variación interanual del ingreso por remesas familiares.

Los resultados econométricos se expresan en el Cuadro 2. Como puede verse, con respecto a las variables expresadas en forma de diferenciales, así como para la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares, los resultados econométricos fueron altamente significativos para ciertos rezagos.



Cuadro 2
Resultados Econométricos sobre los Determinantes del Tipo de Cambio

Variable	Coefficiente	t-estadístico
C	8.125	50.630
FMI	-0.481	-4.522
DIFINT(-15)	-0.012	-2.327
DIFINT(-17)	-0.017	-2.155
DIFINT(-18)	-0.014	-2.467
DIFINT(-24)	-0.013	-2.792
DIFM2(-4)	0.003	2.711
DIFM2(-5)	0.002	2.178
DIFINF(-2)	0.007	3.575
DIFINF(-3)	0.061	2.788
DIFINF(-11)	0.035	2.082
DIFINT(-19)	0.032	2.532
REM(-1)	-0.0003	-1.746
REM(-2)	-0.0004	-1.985
REM(-15)	-0.0007	-3.478
REM(-16)	-0.0005	-2.239
R2 = 0.970 DW = 2.047 F = 202.18		

En lo que corresponde al diferencial de tasas de interés, cabe mencionar que sus rezagos significativos corresponden a semanas más allá de la 15. Esto implica, en primer lugar, que el efecto de las tasas de interés sobre el tipo de cambio es en el mediano plazo (un mínimo de 3 meses); y el efecto de tal diferencial es negativo, tal y como se esperaba. Este resultado indica que menores tasas de interés en EEUU han generado un incremento del diferencial con respecto a la tasa de interés doméstica y han producido un mayor flujo de capitales externos hacia Guatemala, no solo de EEUU, sino también de otros países vecinos, como es el caso de El Salvador.

En tanto que el diferencial de inflación también ha sido un factor significativo que ha incidido en el comportamiento del tipo de cambio nominal. El signo de dichos rezagos fue positivo, como se esperaba, dado a que mayores tasas de inflación domésticas generan una mayor demanda por bienes importados, cuyo precio relativo ha disminuido. Esto genera una mayor demanda de moneda extranjera y por consiguiente una depreciación cambiaria. En el caso guatemalteco se ha observado que el ritmo inflacionario ha tenido un comportamiento decreciente durante el 2002. Esto ha contribuido a una menor demanda por moneda extranjera y, por consiguiente, a una apreciación del tipo de cambio nominal.

Los rezagos cuatro y cinco del diferencial de tasas de crecimiento de la oferta monetaria también han influenciado el comportamiento del tipo de cambio. Su signo observado es positivo, lo cual concuerda con la teoría económica.



Los rezagos 1, 2, 15, y 16 de la tasa de crecimiento interanual del ingreso de divisas por remesas familiares también han sido significativos. Esto implica que tanto en el corto como en el mediano plazos, el mayor flujo de divisas por dicho concepto, ha incidido en la apreciación cambiaria. A este respecto es necesario indicar que este resultado debe verse con cautela por la limitación estadística de este rubro. En efecto, se estimó que en el mismo podrían estarse registrando ingresos de capital a corto plazo, diferentes a lo registrado históricamente como remesas familiares, y que han generado mayores presiones hacia la baja (apreciación) en el tipo de cambio.

Se estima que el comportamiento observado en el ingreso por remesas familiares se encuentra determinado por el alto número de guatemaltecos trabajando en el exterior (principalmente en EEUU), la facilidad que otorgó, en el ámbito interno, la entrada en vigencia de la Ley de Libre Negociación de Divisas y la reducción en los costos de envío de transferencias de fondos entre países. Con respecto al último punto, cabe indicar que la reducción en los costos ha sido influido por el incremento en el número de intermediarios que prestan dicho servicio.

Es importante hacer notar que aún cuando los registros por remesas familiares podrían estar por arriba del nivel registrado en años previos, existe la percepción de ciertos organismos internacionales, tales como la Organización Internacional para las Migraciones (OIM), que los registros históricos en Guatemala están subvaluados, y que las cifras verdaderas sean de un nivel similar al registrado en el presente año. En este sentido, de acuerdo a cifras ajustadas del censo poblacional de Estados Unidos, en 2000, habían 627 mil guatemaltecos viviendo en dicho país. Por consiguiente, para 2002, se estima que dicho número pudiera estar entre 670 mil y 700 mil guatemaltecos, lo cual indica que un dato de ingreso de remesas familiares para fin de año de alrededor US\$1,300.0 millones podría ser aceptable. Esto implicaría que cada guatemalteco estuviera enviando entre US\$190.0 y US\$210.0 mensuales a sus familiares residentes en el país.

Por otro lado, no se descarta la posibilidad que el alto nivel registrado de remesas familiares en 2002 obedezca a un problema de registro de balanza cambiaria ya que dentro de dicho monto se podrían estar contabilizando algunos flujos de capital de corto plazo. Por lo que se puede considerar que el flujo de remesas familiares ha contribuido al saldo superavitario en el ingreso de divisas del sector privado, mismo que refleja un exceso de oferta de divisas, y justifica la apreciación cambiaria observada en los últimos meses de 2002.

Finalmente, la variable dummy que representa el efecto del Acuerdo *Stand-By* con el FMI también fue altamente significativa, y su signo fue negativo, como se esperaba. Esto indica que en la medida que se ha venido cumpliendo el referido acuerdo, las expectativas de los agentes económicos en la economía nacional han mejorado, lo cual ha producido una mayor afluencia de capitales hacia Guatemala y, por consiguiente, una mayor oferta de divisas, lo cual ha reducido (apreciado) el tipo de cambio nominal.



Es necesario indicar que, de acuerdo a los resultados expresados en el Cuadro 2, la variable FMI, los rezagos 15 y 16 de la tasa de crecimiento de las remesas, así como el segundo rezago del diferencial de tasas de inflación han probado ser las variables más significativas en explicar el comportamiento del tipo de cambio. Esto implica que las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro desempeño de la actividad productiva nacional, reflejada en el acuerdo con el FMI y menores tasas de inflación doméstica, así como el ingreso por remesas, han generado un flujo positivo de divisas al país que ha contribuido a apreciar el tipo de cambio del Quetzal.

c) Otras consideraciones

Dada la coyuntura actual del país existen otros elementos que no se pudieron captar dentro de la regresión, pero que en los últimos meses podrían explicar el comportamiento del tipo de cambio. Tal es el caso de los bonos con no residentes que se colocaron en años anteriores. En efecto, dado a que dichos bonos no se recolocaron durante 2002, en el presente año se ha dado una amortización neta de aproximadamente US\$130.0 millones que se estima se quedaron en el sistema debido a que muchas transacciones tuvieron como intermediarios las entidades *off-shore* de los bancos nacionales. Esto ha contribuido a una sobre-oferta de divisas y a la apreciación cambiaria que se ha experimentado en los últimos meses.

Asimismo, al considerar la existencia de un sector de producción informal en el país, el cual es relativamente alto, se considera que una proporción de la sobre oferta de divisas en el mercado cambiario podría provenir de este sector. Esto también estaría contribuyendo a la apreciación del tipo de cambio que se ha observado en el último semestre de 2002.

IV. CONCLUSIONES

Al analizar el comportamiento del tipo de cambio en Guatemala durante 2002 se observa que existe una oferta de divisas mayor que la demanda. Al revisar el comportamiento en la parte comercial no se encuentra justificación al referido exceso de oferta, dadas las condiciones de los mercados de los productos de exportación de Guatemala durante el presente año. Esto sugiere, que es en la parte de movimientos de capital y comportamiento de las remesas familiares en donde se están registrando las causas de dicho exceso.

Los resultados obtenidos indican que las menores tasas de interés y de crecimiento de la oferta monetaria en EEUU, un menor índice de inflación en Guatemala, así como el incremento en el ingreso por remesas familiares, han sido estadísticamente significativos en explicar la apreciación cambiaria observada últimamente. Asimismo, la variable indicativa relativa al Acuerdo *Stand-By* con el FMI, ha sido significativa en explicar la apreciación cambiaria observada en los últimos meses de 2002.



BIBLIOGRAFIA

Rosenberg, Michael. *Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*. London 1996.

Del Castillo, Graciana. *Determinantes del Tipo de Cambio Nominal*. Fondo Monetario Internacional, Estados Unidos 1999.

Edwards, Sebastián. *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*. The MIT Press, Estados Unidos 1991.

Suro, Roberto. *Counting the "Other Hispanics": How many Colombians, Dominicans, Ecuadorians, Guatemalans and Salvadorans are there in the United States?* Pew Hispanic Center, Estados Unidos 2002.



APÉNDICE



Enfoque Monetario del Tipo de Cambio

De acuerdo a la paridad del poder de compra, se tiene,

$$E = P/P^* \quad (1)$$

Donde: E = tipo de cambio
P = nivel de precios doméstico
P* = nivel de precios internacional

Expresando (1) en tasas de crecimiento:

$$e = p - p^* \quad (2)$$

Donde: e = tasa de crecimiento del tipo de cambio
p = tasa de crecimiento del nivel de precios doméstico
p* = tasa de crecimiento del nivel de precios internacional

Por su parte, el mercado de dinero se encuentra determinado por el equilibrio entre la oferta y la demanda, el cual se puede expresar en términos de tasas de crecimiento de la manera siguiente:

$$m - p = b_1 y - b_2 r \quad (3)$$

Donde: m = tasa de crecimiento de la oferta de dinero
p = tasa de crecimiento del nivel de precios
Y = tasa de crecimiento del nivel de ingreso
r = tasa de interés real

Cabe mencionar que el equilibrio en el mercado monetario en EEUU puede también expresarse de la misma forma:

$$m^* - p^* = b_1 y^* - b_2 r^* \quad (4)$$

Donde: m* = tasa de crecimiento de la oferta de dinero en EEUU
p* = tasa de crecimiento del nivel de precios en EEUU
Y* = tasa de crecimiento del nivel de ingreso en EEUU
r* = tasa de interés en EEUU

Sustituyendo (3) y (4) en (2), se obtiene la siguiente expresión para el tipo de cambio:

$$e = (m - m^*) - b_1(y - y^*) + b_2(r - r^*) \quad (5)$$

La expresión (5) indica que el tipo de cambio del quetzal respecto del dólar de EEUU está determinado por los diferenciales de las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, del nivel de ingreso y de las tasas de interés reales de Guatemala con respecto a Estados Unidos. La ecuación (6) expresa el tipo de cambio nominal, pero introduce la tasa de interés en términos nominales, de la siguiente forma:

$$e = (m - m^*) - b_1(y - y^*) + b_2(\pi - \pi^*) + b_3(i - i^*) \quad (6)$$