

ÍNDICE

PRIMERA PARTE EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2003

I.	MARCO GENERAL	1
II.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	4
A.	SECTOR REAL: La Actividad económica en 2003	4
1.	Aspectos generales	4
2.	Producto interno bruto por el origen de la producción	6
3.	Producto interno bruto por el lado del gasto	10
4.	Empleo	13
B.	SECTOR EXTERNO	14
1.	La economía mundial en 2003	14
2.	Balanza de pagos estimada a diciembre de 2003	18
a)	Cuenta corriente	18
b)	Cuenta de capital y financiera	21
3.	Reservas monetarias internacionales netas	22
C.	SECTOR FISCAL	25
1.	Análisis de la ejecución presupuestaria	25
2.	Deuda Pública	27
a)	Interna	27
b)	Externa	29
3.	Estimación de cierre a diciembre de 2003	30
D.	SECTOR FINANCIERO	30
1.	Liquidez bancaria	30
a)	en moneda nacional	30
b)	en moneda extranjera	32
2.	Adelantos	33

3.	Fuentes y usos de fondos del sistema bancario	33
4.	Avances en el proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional	35
5.	Cartera vencida y en mora	36
6.	Activos improductivos	36
IV.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS	39
A.	META DE INFLACIÓN	39
B.	CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA	42
1.	Activos externos netos (AEN)	42
2.	Activos internos netos (AIN)	42
a)	Posición con el sector público	42
b)	Posición con bancos y financieras	43
c)	Operaciones de mercado abierto con el sector privado	44
d)	Gastos y productos	45
C.	VARIABLES INDICATIVAS	45
1.	Emisión monetaria	46
2.	Tasas de interés	48
a)	De operaciones de mercado abierto	48
i)	Tasa promedio de ponderación fija de las colocaciones de OMAs (TPPF)	51
b)	Tasa parámetro	52
c)	Competitividad externa de la tasa de interés doméstica	53
d)	Tasas de interés en moneda extranjera en Centroamérica	55
e)	Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario	56
i)	En moneda nacional	56
ii)	En moneda extranjera	57
3.	Medios de pago	58
4.	Crédito de los bancos al sector privado	60
a)	Tasa de crecimiento	60
b)	Cartera crediticia por actividad económica	61

c)	Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones	62
5.	Tipo de cambio	64
a)	Tipo de cambio nominal	64
b)	Índice del tipo de cambio efectivo real -ITCER-	65
6.	Inflación subyacente	66
7.	Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	67
V.	PROGRAMA MONETARIO	68
A.	ACUERDO <i>STAND-BY</i> 2003 CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL -FMI-	68
1.	Aspectos generales	68
2.	Cumplimiento de metas monetarias al 31 de marzo, al 30 de junio y al 30 de septiembre	69
B.	REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO	70

**SEGUNDA PARTE
PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2004**

I.	MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA	74
A.	LA TRINIDAD IMPOSIBLE DE LA MACROECONOMÍA ABIERTA	74
1.	La importancia de tener un ancla nominal	74
2.	La elección del ancla nominal	75
3.	La pérdida del ancla nominal	75
a)	Cuando en presencia de una política monetaria independiente que persigue la estabilidad en el nivel general de precios, se adopta un régimen de tipo de cambio fijo.	75
b)	Cuando en presencia de una política monetaria independiente que persigue la estabilidad en el nivel general de precios, en el marco de un régimen de tipo de cambio flexible, se pretende utilizar la política cambiaria para anclar el tipo de cambio real.	77
i)	Política cambiaria y tipo de cambio nominal	77
ii)	Política cambiaria y tipo de cambio real	78

B.	EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	79
C.	LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	85
II.	MARCO MACROECONÓMICO PARA 2004	88
A.	EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LA ESTABILIDAD	88
B.	CONDICIONANTES DE LA POLÍTICA MONETARIA	89
1.	Consolidación de la disciplina fiscal	89
2.	Tendencias del entorno externo	91
3.	Estabilidad y crecimiento económico	91
4.	Mantenimiento de la disciplina monetaria	92
5.	Consolidación en la implementación de la nueva legislación financiera	93
C.	EJES ESTRATÉGICOS PARA IMPLEMENTAR LA POLÍTICA MONETARIA	93
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	93
2.	Coordinación con la política financiera del Estado	93
3.	Sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos	94
6.	Extensión para 2004 del Acuerdo <i>Stand-By</i> con el Fondo Monetario Internacional (FMI)	96
D.	PERSPECTIVAS	97
1.	Del sector real	97
2.	Del sector externo	100
a)	De la economía mundial	100
b)	De la balanza de pagos de Guatemala	104
3.	Del sector fiscal	106
a)	Escenarios con base en el presupuesto del Gobierno Central	108
i)	Escenario 1	108
ii)	Escenario 2	108

b)	Escenarios con base en la ejecución presupuestaria	109
i)	Escenario 3	109
ii)	Escenario 4	110
4.	Del sector monetario	110
a)	Escenarios monetarios con base en el presupuesto del Gobierno Central	111
b)	Escenarios monetarios con base en la ejecución del presupuesto	113
III.	METAS, MEDIDAS Y ACCIONES PARA LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA	116
A.	OBJETIVO FUNDAMENTAL	116
B.	META DE POLÍTICA	117
C.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	117
1.	Emisión monetaria	118
2.	Inflación esperada	119
a)	Inflación subyacente	119
b)	Expectativas de inflación del sector privado	119
3.	Medios de pago	120
4.	Crédito bancario al sector privado	121
5.	Tasas de interés	121
a)	Tasa parámetro	122
b)	Tasa de paridad	122
6.	Tipo de cambio	123
a)	Tipo de cambio nominal	123
b)	Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER)	123
c)	Índice de condiciones monetarias -ICM-	123
D.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	124
1.	Enfoque en el objetivo fundamental	124
2.	Estabilidad en las tasas de interés de corto plazo	124
3.	Adecuación de la oferta de dinero primario	125
4.	Flexibilidad cambiaria	126

E.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	127
1.	Operaciones de mercado abierto	127
2.	Encaje bancario	128
F.	MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	128
1.	Coordinación con la política fiscal	128
a)	Aspectos generales	128
b)	La coordinación entre las políticas fiscal y monetaria previa a la vigencia del Acuerdo <i>Stand-By</i>	129
c)	La coordinación entre las políticas fiscal y monetaria en Guatemala, después de los Acuerdos <i>Stand-By</i>	129
2.	Modernización del sistema de pagos	130
3.	Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	130
IV.	RECOMENDACIÓN	130
	ANEXOS	

PRIMERA PARTE

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2003

I. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-303-2002 del 23 de diciembre de 2002, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003, orientada, principalmente, a consolidar la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras.

Para el logro del objetivo fundamental de la política monetaria, que es promover la estabilidad en el nivel general de precios mediante el cumplimiento de una meta de inflación, así como para evitar la volatilidad en los mercados de dinero y cambiario, en la determinación de dicha política se identificaron las principales condicionantes que debían preverse por parte del Banco Central, siendo éstas, el sostenimiento de la disciplina fiscal, las tendencias del entorno externo, el mantenimiento de la disciplina monetaria y la implementación de la legislación financiera aprobada en 2002 por el Congreso de la República y que constituyó la tercera reforma monetaria y bancaria de Guatemala.

En el contexto descrito, la Junta Monetaria consideró necesaria la aplicación de una estrategia de política dirigida a cuatro áreas de acción fundamentales: i) el fortalecimiento de la moneda nacional en un marco de libre circulación de monedas; ii) la coordinación con la política financiera del Estado; iii) la fragilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos; y, iv) la extensión para 2003 del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Los acontecimientos observados a lo largo del año permiten aseverar que, efectivamente, las referidas condicionantes se han presentado, por lo que la implementación de la política monetaria se ha adecuado a las mismas en el marco de la estrategia indicada.

II. ASPECTOS CUALITATIVOS

En 2003 el esquema monetario de Guatemala se basó en el logro de una meta inflación, que se constituyó en el ancla nominal de la política. En consistencia con ese esquema el Banco Central orientó sus acciones a la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, para lo cual se fijó como meta la consecución de una tasa de inflación de entre 4% y 6%. En ese sentido cabe indicar que, al ubicarse la inflación acumulada en 5.24% al mes de noviembre, es previsible que dicha meta se cumpla para finales de año.

Un aspecto importante a mencionar es que durante 2003 la política monetaria fue apoyada por la política fiscal. En efecto, no obstante que se



observaron periodos en los que la utilización de los depósitos que el gobierno central mantiene en el Banco de Guatemala fue mayor a la programada, dichas desviaciones, si bien explican en alguna medida las que, a su vez, registró la emisión monetaria observada desde el mes de mayo, no afectaron significativamente el cumplimiento de las metas monetarias contempladas en el Acuerdo *Stand-By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional, el cual se constituyó en un importante apoyo a la coherencia y solidez de la política macroeconómica observada durante el año.

En el campo fiscal, se esperaría que el déficit del gobierno central a fin de año supere ligeramente el nivel de 1.6% respecto al producto interno bruto, que es la meta que para esa variable se fijó en el Acuerdo con el FMI. En este sentido, cabe indicar que el comportamiento de las finanzas públicas observado en los últimos dos años, en el contexto del referido Acuerdo, se ha constituido en un importante apoyo para la política monetaria y para la estabilidad macroeconómica del país.

En el contexto descrito, es importante puntualizar que el cumplimiento de la meta de inflación es un aspecto de fundamental importancia para consolidar la credibilidad de la política monetaria, lo cual, en un esquema de libre circulación de monedas, fortalece la confianza de los agentes económicos en la moneda doméstica. La continuidad de la estabilidad en el nivel general de precios se constituyó en el aporte que la política monetaria brindó a las posibilidades de crecimiento económico del país; sin embargo, en un ambiente en el que se prolongó la desaceleración de la actividad económica mundial, que se venía registrando desde finales de 2000, y en el que los factores extraeconómicos internos asociados al evento electoral se constituyeron en un factor que pudo haber afectado negativamente la confianza de los agentes económicos en cuanto a sus decisiones de invertir, el producto interno bruto continuó mostrando un crecimiento muy modesto. En efecto, después de registrar una tasa de crecimiento de 2.2% en 2002, la tasa de crecimiento del PIB en 2003 se estima que se sitúe en 2.1%, resultado que es insuficiente para contribuir a los esfuerzos de desarrollo económico del país, si se considera que aún es menor que la tasa de crecimiento de la población (2.6%). En este sentido, cabe indicar que el reto de potenciar el crecimiento económico a niveles que permitan darle sostenibilidad a los esfuerzos de desarrollo debe enfocarse dentro de una estrategia que permita aumentar continuamente la productividad total de los factores de la producción. Esto será posible únicamente si los esfuerzos de estabilidad macroeconómica se profundizan y se complementan con los esfuerzos que se están realizando y los que aún están pendientes en la agenda de otras áreas de la política económica, entre ellas las asociadas a las políticas estructurales y a las de fortalecimiento institucional.

En cuanto a los esfuerzos de estabilización, es importante puntualizar que a partir del mes de mayo se empezaron a registrar desvíos en la emisión monetaria por encima del corredor programado para dicha variable, situación que puede estar influyendo en el comportamiento al alza que se ha venido observando en la



inflación subyacente, con mayor intensidad durante los últimos tres meses y que, por lo tanto, se constituye en una importante condicionante para la coyuntura actual de la política monetaria.

Por otra parte, la situación del sector externo continúa siendo una de las principales vulnerabilidades de la economía nacional. En efecto, no obstante que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se estaría reduciendo de un nivel de 5.1% en 2002 a uno de 4.5% en 2003, el financiamiento del mismo continúa concentrándose tanto en flujos de capitales de corto plazo, como en flujos de capital oficial y bancario; en tanto que la inversión extranjera directa se mantiene en niveles insuficientes para garantizar la sostenibilidad de dicho déficit. En este sentido, es claro que para la corrección del déficit referido es de fundamental importancia que la continuidad de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, sea complementada por la generación de un mejor clima para la inversión extranjera.

Cabe indicar, además, que durante el año se observó un aumento de las Reservas Monetarias Internacionales del país. En efecto, al 30 de noviembre, dichas reservas se situaron en US\$2,906.4 millones, monto superior en US\$536.8 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2002 y que representa alrededor de 5.4 meses de importación de bienes, aspecto que, aunado a la reducción mencionada del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, denota la continuidad de los esfuerzos para fortalecer la posición externa del país. Esto es importante porque dicho nivel de reservas monetarias internacionales coadyuvaría a evitar que choques externos generen desequilibrios macroeconómicos que pongan en riesgo la estabilidad tanto del nivel general de precios como de la producción y el empleo internos.

La disciplina monetaria y fiscal observada durante el año permitió que las tasas de interés continuaran exhibiendo un comportamiento estable y hacia la baja. En este sentido, las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, que al 26 de noviembre de 2002 se ubicaron en 16.20% y 6.91%, respectivamente, al 27 de noviembre de 2003 se situaron en 14.24% y 4.60%, en su orden.

La importancia de la estabilidad macroeconómica descrita radica en que ésta contribuye a crear un ambiente de certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de inversión, consumo, ahorro y empleo, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional.



III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR REAL: La Actividad Económica en 2003

1. Aspectos generales

La desaceleración que el ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional ha venido manifestando desde 1999 continuó en 2003, año en que el Producto Interno Bruto -PIB- en términos reales, se estima crecerá 2.1%, tasa inferior a la reportada el año anterior (2.2%). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento, aunque positiva, continúa siendo inferior a la tasa promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%) y al crecimiento de la población (2.6%).

En 2003 la estabilidad macroeconómica observada y un mejor desenvolvimiento, aunque leve, de la economía de los Estados Unidos de América¹ han sido condicionantes favorables para la actividad económica del país; sin embargo, dicha actividad fue influenciada, adversamente, por la persistencia de bajos precios internacionales en algunos de los principales productos de exportación; por la tendencia al alza del precio internacional del petróleo, el cual pasó de un precio promedio por barril de US\$26.06 en 2002 a un promedio de US\$30.84 de enero a octubre de 2003, con el consiguiente efecto negativo en los costos de producción; y, por la cautela de los agentes económicos privados manifestada en sus decisiones de inversión, lo cual se asocia, entre otros, a factores extraeconómicos².

En el caso del café, el precio medio de exportación en el transcurso de 2003 ha disminuido y continúa siendo bajo respecto del registrado en años anteriores. En efecto, según información de la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, después de registrar un precio medio de exportación de US\$59.40 por quintal en 2002, pasó a un promedio de US\$58.86 de enero a octubre de 2003, el cual, a su vez, es significativamente menor al precio medio por quintal registrado en 2000 (US\$90.59). Por su parte, si bien a octubre de 2003 el volumen exportado de café fue mayor en 561.3 miles de quintales (13.8%) en relación con igual período de 2002, dicho aumento no compensa el efecto en la caída del volumen exportado del grano a igual periodo de 2002, el cual fue de 843.2 miles de quintales.

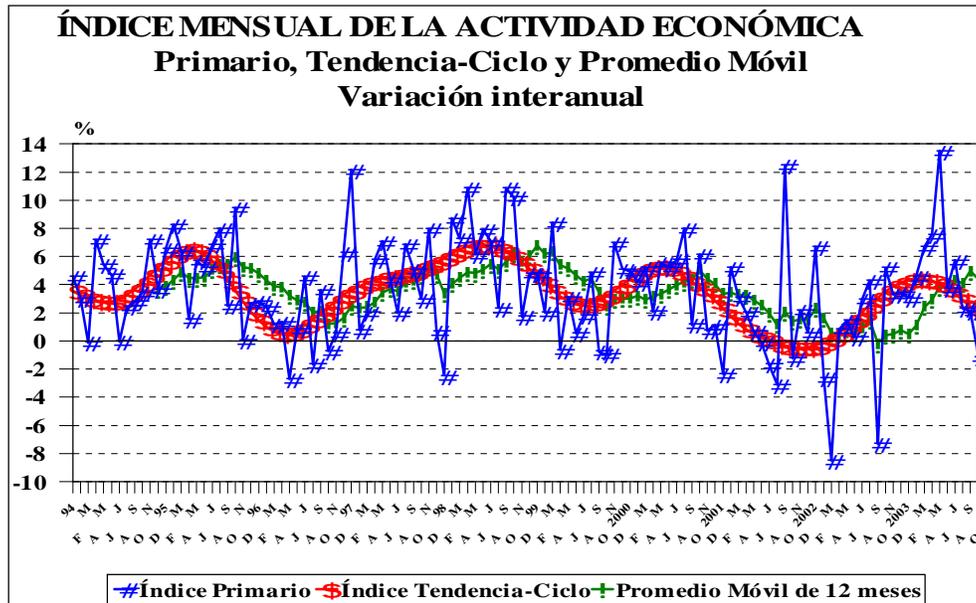
La caída en el precio y en el volumen exportado de azúcar también influyó en el comportamiento de la actividad económica. En este sentido, según información de comercio exterior a octubre de 2003, las caídas de 9.6% en el precio medio de exportación y de 9.8% en el volumen exportado se han traducido en una caída de 18.5% en el valor exportado de este producto.

¹ De acuerdo al Fondo Monetario Internacional -FMI-, en 2002 el PIB de los Estados Unidos de América creció 2.4%, en tanto que en 2003 se espera que crezca 2.6%.

² Factores cualitativos que generan incertidumbre en la actividad económica, por ejemplo, los factores de riesgo político que calificadores de prestigio internacional toman en cuenta al analizar el riesgo país, entre estos, las condiciones socioeconómicas, la tradición de la ley y el orden y el grado de armonía entre el gobierno y otros sectores de la sociedad.



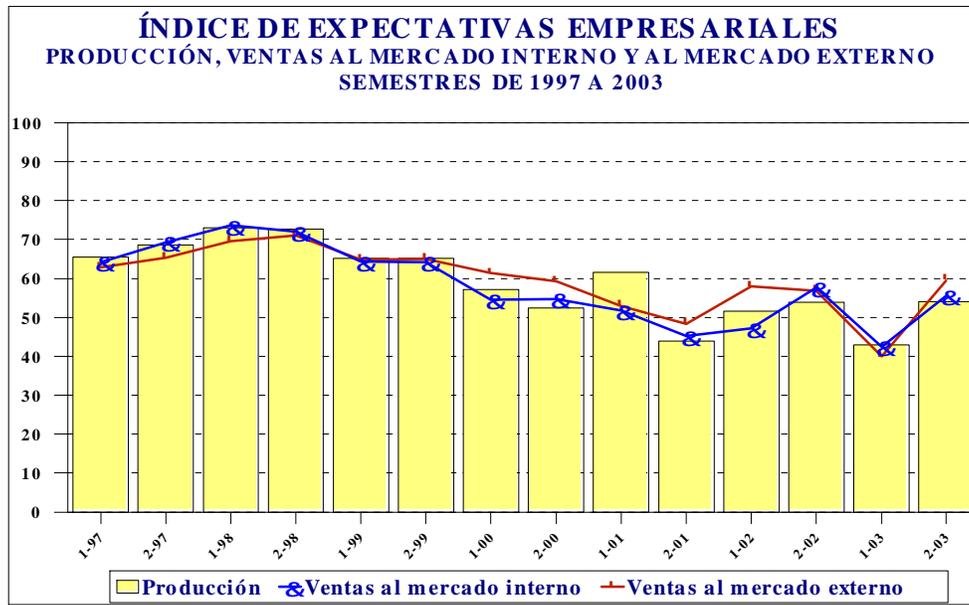
La desaceleración de la actividad económica nacional para el presente año también se pone de manifiesto en el comportamiento de algunos indicadores, como el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, cuya tendencia-ciclo a partir de marzo de 2003 muestra una tendencia a la baja, al pasar de una variación interanual de 4.4% en febrero a una variación interanual de 2.0% en octubre.



Por su parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial³, el Índice de Expectativas Empresariales de Producción⁴ muestra una tendencia positiva al pasar de 42.9 en el primer semestre de 2003 a 54.1 en el segundo semestre del año. Asimismo, cabe indicar que de conformidad con la encuesta indicada, similar situación se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo.

³ En 2003, la primera encuesta se llevó a cabo entre marzo-abril y la segunda entre septiembre-octubre. La muestra incluye 400 establecimientos industriales, de los cuales el 59% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 19% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

⁴ Construido sobre la base del porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción aumentará, menos el porcentaje de respuesta de los empresarios que indican que su producción disminuirá. En la primera encuesta de 2003 estos porcentajes fueron 21.9% y 36.2%, en el mismo orden, en tanto que en la segunda encuesta fueron de 32.9% y 24.7%, respectivamente.



2. Producto interno bruto por el origen de la producción

Por el lado del origen de la producción, para 2003 se prevé un comportamiento positivo en todos los sectores productivos, con excepción del de *administración pública y defensa*. No obstante, se espera que la mayoría de sectores registren tasas de crecimiento menos dinámicas que las observadas el año anterior, con excepción de *agricultura, silvicultura, caza y pesca; construcción; y, propiedad de vivienda*.

En cuanto a la producción del sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca*, con base en estimaciones proporcionadas por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas, se espera que ésta experimente un mayor dinamismo con relación al año anterior, al mostrar una tasa de crecimiento de 3.1%, superior a la de 1.8% registrada en 2002. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por tasas de crecimiento positivas en los componentes de la producción del subsector agrícola. En efecto, se prevé que dicho subsector, pese a la caída en la producción de caña de azúcar y banano, será influenciado positivamente por el incremento en la producción de café, cardamomo, frutas y hortalizas.

En el caso de la producción de café, con base en información proporcionada por ANACAFÉ, se prevé una producción de 4,600.0 miles de quintales en 2003, lo que implica un incremento de 7.0% respecto al año anterior, comportamiento que se explica, principalmente, por las expectativas de recuperación del precio del grano en el mercado internacional, como resultado de una disminución de 19.4% en la producción de café en Vietnam.

La producción de cardamomo, por su parte, de acuerdo con información proporcionada por la Asociación de Cardamomeros de Guatemala



-CARDEGUA-, se estima en 650.6 miles de quintales, 35% más que en 2002, comportamiento que se asocia a una mayor recolección por parte de algunos agricultores que anteriormente se dedicaban a la actividad cafetalera. Cabe mencionar que de acuerdo con las estadísticas de comercio exterior a octubre de 2003, se registró un incremento de 63.6% en el volumen exportado de cardamomo, lo que se reflejó en un deterioro de su precio en el mercado internacional.

En cuanto a la producción de frutas y hortalizas, se estima un incremento de 3.9% y 0.6%, respectivamente (4.5% y -9.6% en 2002, en su orden), resultado influenciado por la recuperación esperada de la economía de Estados Unidos de América.

En el caso de los granos básicos, de acuerdo con información proporcionada por la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, se espera que la producción de maíz ascienda a 23,406.3 miles de quintales (1.1% más que en 2002) y que la producción de frijol alcance 2,119.6 miles de quintales (1.5% más que en 2002).

Con respecto a la producción de caña de azúcar, se prevé una caída de 3.4% (11.4% de crecimiento en 2002). En efecto, de acuerdo con información de la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA- y del Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña de Azúcar -CENGICAÑA-, durante la zafra 2002/2003 (comprende de noviembre de 2002 a octubre de 2003) se espera una producción de 354.9 millones de quintales de caña de azúcar, cifra inferior en 12.5 millones de quintales a la registrada en la zafra 2001/2002 (367.4 millones de quintales). La caída en la producción se explica, principalmente, por una disminución de las labores culturales, asociada al bajo nivel de precios internacionales.

En el caso de la producción de banano, de acuerdo con apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A., -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A., -COBIGUA-, se estima que para el presente año se podría alcanzar una producción de alrededor de 20.6 millones de quintales, registrando una caída de 4.6% con respecto al año anterior. La baja en la producción del fruto responde al traslado de algunas plantaciones del área norte del país hacia el área sur, a raíz de los recurrentes problemas laborales en las áreas bananeras del departamento de Izabal.

En cuanto a la producción de la *industria manufacturera*, se estima que registre un crecimiento de 0.6%, levemente inferior a la observada en 2002 (0.8%). El comportamiento menos dinámico de la industria se asocia, entre otros factores, a una caída en la demanda de productos industriales por parte del resto del mundo, lo que contrasta con la recuperación en las ventas realizadas al área centroamericana. En efecto, el valor de las exportaciones totales de productos industriales, en términos de dólares de los Estados Unidos de América, registró a octubre del presente año una contracción de 1.2% (-7.6% en 2002), como



resultado de una caída de 8.5% (1.3% de crecimiento en 2002) en las ventas hacia el resto del mundo y de un crecimiento de 3.2% en las exportaciones a Centroamérica (-12.2% en 2002).

Por su parte, a octubre de 2003, las importaciones de materias primas y productos intermedios con destino a la *industria manufacturera* registraron, en términos de dólares de los Estados Unidos de América, una caída de 4.2%, contrario al incremento de 2.8% observado a octubre de 2002; en tanto que las importaciones de bienes de capital para la industria decrecieron 20.2% (36.4% de crecimiento a octubre de 2002).

Adicionalmente, a octubre de 2003 se observa un menor dinamismo en los expedientes inscritos en el Registro Mercantil, netos de cancelaciones, ya que muestran una caída de 3.3% respecto a los registrados en el mismo periodo de 2002 (-3.6%).

Cabe agregar que a octubre de 2003 se registraron incrementos respecto a octubre de 2002 en los índices de producción de algunos bienes industriales, tal es el caso del índice de bebidas alcohólicas, que creció 172.7%; el de bebidas gaseosas, que aumentó 71.3%; y, el de ventas de cemento, que creció 7.5%; mientras que se observaron disminuciones de 39.5% en el índice de producción de cigarrillos y de 7.1% en el índice producción de cerveza.

En lo que respecta al sector *comercio al por mayor y al por menor*, se estima un crecimiento de 2.1%, inferior al observado el año previo (2.8%), asociado al menor dinamismo en el ritmo de crecimiento del sector industrial, así como al comportamiento menos dinámico esperado de las importaciones de bienes.

El sector *minas y canteras* se prevé que registre un incremento de 2.8% (10.0% en 2002). Este comportamiento está determinado, principalmente, por el crecimiento esperado, según información del Ministerio de Energía y Minas, de 2.7% en la producción de petróleo (17.0% en 2002), no obstante que en 2003, a diferencia de lo acontecido en el año anterior, no se incorporó ningún nuevo pozo para la extracción de petróleo.

En cuanto al sector *electricidad y agua*, se espera que su producción registre un aumento de 4.0%, después de un incremento de 9.1% observado en 2002. Esta pérdida de dinamismo se explica, principalmente, por una menor demanda de electricidad por parte de los sectores industria, comercio y servicios. Sin embargo, cabe indicar que según información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, a octubre de 2003 se registró una generación de 5,549.6 miles de MWH, volumen que implica un aumento de 4.9% respecto al del mismo período del año anterior (7.9% en 2002). En dicho comportamiento ha influido, por una parte, la producción de electricidad para el consumo interno, la que se incrementó en 4.8%, al pasar de 4,957.5 miles de MWH a octubre de 2002 (crecimiento de 7.3%) a 5,197.4 miles de MWH a octubre de 2003 y, por otra, el incremento en las



ventas de energía a El Salvador, las que aumentaron en 5.3%, al pasar de 334.2 miles de MWH a octubre de 2002 (crecimiento de 17.6%) a 352.1 miles de MWH a octubre de 2003.

La producción del sector *construcción* se estima que registrará un crecimiento de 0.1%, resultado que contrasta con la caída de 15.3% que observó el año anterior. Este resultado se explicaría, por una parte, por el crecimiento de 2.4% que se espera en la construcción privada (6.1% en 2002) y, por otra, por una disminución de 1.1% en la construcción pública (23.2% de caída en 2002), comportamiento asociado con la restricción en la ejecución presupuestaria aplicada en el rubro de inversión.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se espera que crezca 5.4% en 2003 (5.7% en 2002), comportamiento determinado, principalmente, por el crecimiento de 9.2% en el subsector comunicaciones (9.8% en 2002), asociado a la activación de 296,154 nuevas líneas telefónicas (532,719 en 2002).

El sector *banca, seguros y bienes inmuebles* se estima que en 2003 registre una variación positiva de 1.5% (1.8% en 2002), asociada al comportamiento de la actividad de intermediación financiera.

Para los sectores de *propiedad de vivienda y servicios privados* se esperan tasas de crecimiento de 2.9% y 3.5%, respectivamente, similares a las registradas el año anterior (2.7% y 3.7%, en el mismo orden); y, en el caso del sector *administración pública y defensa*, se estima una caída de 4.6%, mayor a la observada en 2002 (-0.6%).



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

CONCEPTO	2002 p/	2003 e/	Tasas de variación	
			2002	2003
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,308.7</u>	<u>5,420.9</u>	<u>2.2</u>	<u>2.1</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,192.5	1,229.8	1.8	3.1
Explotación de minas y canteras	29.2	30.0	10.0	2.8
Industria manufacturera	681.0	685.0	0.8	0.6
Construcción	93.6	93.8	(15.3)	0.1
Electricidad y agua	223.2	232.1	9.1	4.0
Transporte, almacenamiento y comun.	552.3	582.4	5.7	5.4
Comercio al por mayor y al por menor	1,319.2	1,346.3	2.8	2.1
Banca, seguros y bienes inmuebles	265.3	269.2	1.8	1.5
Propiedad de vivienda	245.4	252.5	2.7	2.9
Administración pública y defensa	395.8	377.6	(0.6)	(4.6)
Servicios privados	311.2	322.2	3.7	3.5

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

3. Producto interno bruto por el lado del gasto

Se estima que las variables que integran el PIB por el lado del gasto, en términos reales, con excepción del consumo del gobierno y la formación geográfica bruta de capital fijo, registren en 2003 tasas de crecimiento positivas comparadas con el año anterior.

La demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 1.5%, menor al de 4.5% mostrado en 2002.

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 3.8%, mayor en 0.1 puntos porcentuales al observado el año anterior.

El gasto en consumo del gobierno, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se estima que, al igual que en el año anterior, registre una disminución de 2.1%, comportamiento que se asocia con la restricción en la ejecución presupuestaria del gasto de gobierno para este año.

En materia de inversión, la formación geográfica bruta de capital fijo se estima que registre una caída de 4.0% (5.1% de crecimiento en 2002), como



resultado de una caída de 3.9% en la inversión privada (10.9% de crecimiento en 2002) y de una contracción de 4.3% en la inversión pública (9.2% de caída en 2002). En el resultado de la inversión privada influye, principalmente, la baja en la tasa de crecimiento de los bienes de capital importados a octubre, la cual pasa de 17.8% en 2002 a -9.3% en 2003. En cuanto a la contracción de la inversión pública, ésta está influenciada por la caída en la construcción de carreteras y obras públicas, la cual pasa de -2.8% en 2002 a -4.9% en 2003.

La demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima registre un incremento de 4.6% (6.7% de caída en 2002), comportamiento asociado, principalmente, al mejor desempeño de la actividad económica de Estados Unidos de América y a una mayor exportación de bienes a Centroamérica (3.3% de crecimiento a octubre de 2003).

Por el lado de la oferta, las importaciones de bienes y servicios (oferta externa) se estima que registren un crecimiento de 0.6%, menor al observado el año anterior (6.6%). Cabe señalar que a octubre de 2003 las importaciones en términos de dólares de los Estados Unidos de América registran un incremento de 2.7% (8.4% en 2002). Dicho comportamiento está asociado al menor dinamismo registrado en la actividad económica. En cuanto a la estructura de las importaciones, en términos de valor en dólares estadounidenses, a octubre, las de bienes de consumo crecieron, 2.2% (12.2% en 2002); las de combustibles y lubricantes, 47.7% (0.2% de caída en 2002); las de materiales de construcción, 0.5% (1.9% de caída en 2002); en tanto que las de bienes de capital se redujeron, 9.3% (17.8% de crecimiento en 2002) y las de materias primas y productos intermedios, 2.3% (2.9% de crecimiento en 2002).

GASTOS DEDICADOS AL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS: 2002 - 2003
(Millones de quetzales de 1958)

CONCEPTO	2002 p/	2003 e/	Tasas de variación	
			2002	2003
1. Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	4,209.6	4,370.0	3.7	3.8
2. Gastos en consumo del gobierno general	493.7	483.3	(2.1)	(2.1)
3. Formación geográfica bruta de capital fijo	<u>634.8</u>	<u>609.6</u>	<u>5.1</u>	<u>(4.0)</u>
Privada	476.7	458.2	10.9	(3.9)
Pública	158.1	151.4	(9.2)	(4.3)
4. Variación de existencias	163.6	120.4		
GASTO BRUTO DE LA NACIÓN	<u>5,501.7</u>	<u>5,583.3</u>	<u>4.5</u>	<u>1.5</u>
5. Exportación de bienes y servicios	811.5	848.5	(6.7)	4.6
6. Menos: Importación de bienes y servicios	1,004.5	1,010.9	6.6	0.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,308.7</u>	<u>5,420.9</u>	<u>2.2</u>	<u>2.1</u>

p/ Cifras preliminares

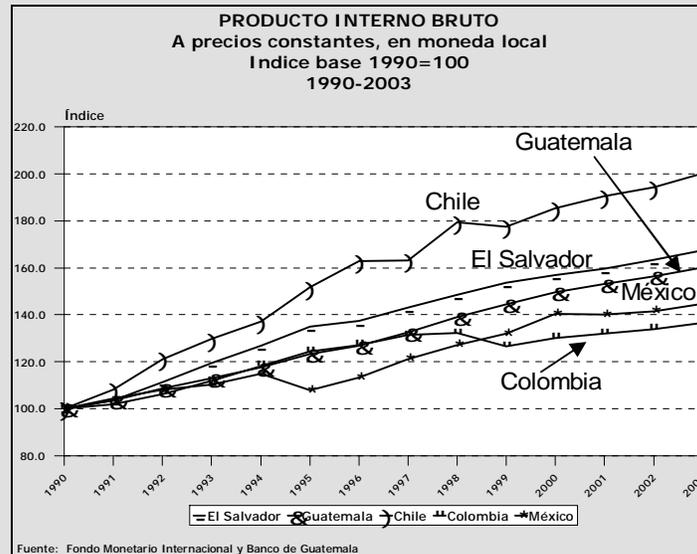
e/ Cifras estimadas



Recuadro 1

Estabilidad y Sostenibilidad de la Actividad Productiva en Guatemala a partir de 1990

Al hacer un análisis comparativo del crecimiento económico de Guatemala¹ respecto del de las economías de El Salvador, Chile, Colombia y México, se observa que, al igual que en el caso de El Salvador, la actividad económica del país ha mantenido un comportamiento estable durante el periodo comprendido de 1990 a 2003.



Durante el periodo en referencia, en el caso de Guatemala, entre los factores internos que incidieron en la estabilidad de su desempeño económico cabe destacar la estabilidad lograda en el nivel general de precios; una mayor apertura comercial; y, la finalización del conflicto armado interno, que se materializó en la firma de los Acuerdos de Paz en 1996, generando con ello expectativas favorables en los agentes económicos. Cabe enfatizar que el comportamiento estable de la economía guatemalteca se dio aun en presencia de la desaceleración de la economía norteamericana a partir de 2001; de alzas y bajas en el comportamiento de los precios de los principales productos de exportación durante todo el periodo; y, de las crisis financieras originadas en México en 1995, en Asia en 1997, en Rusia en 1998 y en Brasil en 1999.

El desempeño de la economía salvadoreña, que es de las más estables en el grupo de países seleccionados, presenta, después de Chile, las tasas más elevadas de crecimiento económico desde 1992, año en que se firmaron los Acuerdos de Paz en ese país.

En el caso de las economías de Chile, Colombia y México, éstas evidencian comportamientos, que aunque crecientes, resultan menos estables.

Respecto de la economía chilena, ésta presenta los niveles de crecimiento más dinámicos del grupo de países analizado y, aunque fue afectada por la desaceleración económica mundial de los últimos años, se ha mantenido alejada de un estancamiento o una recesión, lo cual se asocia, entre otros aspectos, a las reformas económicas e institucionales que dicho país ha impulsado desde los años setenta, las cuales se orientan a una mayor liberalización de sus mercados comerciales y financieros.

En cuanto a la economía mexicana, que también impulso reformas económicas e institucionales, ésta muestra una mayor vulnerabilidad, la cual se puede observar particularmente en 1995 ("efecto tequila") y en 2001, cuando se inició la desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América.

Colombia, por su parte, que se ha visto afectada por eventos de orden extraeconómico, también presentó un comportamiento menos estable y a partir de 1999 registra los niveles más bajos de actividad económica dentro del grupo de países seleccionados.

¹ La gráfica muestra el comportamiento de índices de volumen del Producto Interno Bruto de base 1990, de los países seleccionados, construidos a partir de cifras tomadas de la publicación "International Financial Statistics" del Fondo Monetario Internacional.



4. Empleo

Hasta mediados de 2002 las estadísticas de empleo en Guatemala habían sido prácticamente inexistentes, lo cual impedía el análisis de este tema que, potencialmente, reviste una gran importancia para la evaluación de la política monetaria. En ese sentido, con el propósito de superar dicha problemática, el Instituto Nacional de Estadística -INE-, llevó a cabo la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos -ENEI-, la cual se realizó en cuatro rondas, en los periodos de abril a junio de 2002 (ENEI 1), de julio a septiembre de 2002 (ENEI 2), de octubre a diciembre de 2002 (ENEI 3) y la última realizada fue de enero a marzo de 2003 (ENEI 4). Respecto a la cobertura de la ENEI, ésta incluye a las personas de 10 años y más, abarcando 161 municipios y 137 aldeas del territorio nacional.

De acuerdo con los resultados de la última encuesta realizada (ENEI 4), a marzo de 2003 la Población en Edad de Trabajar -PET-⁵ totalizó 8.3 millones de personas y la Población Económicamente Activa -PEA-⁶ se situó en 5.1 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa de Participación (PEA/PET) de 61.4%, superior en 0.5 puntos porcentuales a la registrada en la ENEI 1 (60.9%).

En lo que respecta a la Población Ocupada -PO-⁷, a marzo de 2003 ésta fue de 4.9 millones de personas, lo que significó una Tasa de Ocupación Específica (PO/PEA) de 96.6%, inferior en 0.3 puntos porcentuales a la observada en la ENEI 1 (96.9%).

En cuanto a la PO por rama de actividad económica⁸, a marzo de 2003 la mayor participación correspondió a la Agricultura, con 36.1% (38.7% en la ENEI 1); seguida del Comercio, con 22.4% (22.0% en la ENEI 1); en tanto que la Industria participó con el 16.7% (15.0% en la ENEI 1). Las tres ramas de actividad económica mencionadas representan, en conjunto, el 75.2% del total.

En relación a la PO por categoría ocupacional⁹, la ENEI 4 reportó que el 29.8% corresponde al renglón Trabajador por cuenta propia (32.6% en la ENEI 1), el 27.0% a Empleado privado (24.3% en la ENEI 1), el 20.4% a Trabajador familiar sin pago (22.4% en la ENEI 1) y el 22.8% restante a otras categorías ocupacionales.

⁵ Todas las personas de 10 años y más.

⁶ Todas las personas de 10 años y más que en la semana de referencia realizaron algún tipo de actividad económica y las personas que estaban disponibles para trabajar y hacen gestiones para encontrar un trabajo. Se incluyen también las personas que durante la semana de referencia no buscaron trabajo activamente por razones de mercado, pero estaban dispuestas a iniciar un trabajo en forma inmediata.

⁷ Todas las personas de 10 años y más que dijeron haber trabajado por lo menos una hora, durante la semana de referencia.

⁸ Clasifica a los empleados ocupados de acuerdo con el tipo de producto o servicio que genera la empresa, negocio o institución donde trabajaron en la semana de referencia.

⁹ Tipo de relación de dependencia que establece la persona con los medios de producción y el empleador.



De acuerdo con la ENEI 4, el 70.4% de la PO (71.5% en la ENEI 1) se ubicó dentro del sector informal, en tanto que el 29.6% se situó dentro del sector formal (28.5% en la ENEI 1).

En cuanto a la Población en Subempleo Visible -PSV-¹⁰, en marzo de 2003 ésta alcanzó 0.8 millones de personas (0.7 millones de personas en la ENEI 1), lo que significa una Tasa de Subempleo Visible (PSV/PEA) de 16.0% (15.0% en la ENEI 1).

Por su parte, la Población Desocupada Abierta Total -PDAT-¹¹, a marzo de 2003 fue de 0.2 millones de personas (cifra igual a la reportada en la ENEI 1), lo que da una Tasa de Desempleo Abierto Total (PDAT/PEA) de 3.4% (3.1% en la ENEI 1).

Conviene subrayar que la ENEI constituye un importante avance en la producción de estadísticas económicas del país y que, en la medida en que se continúe realizando sistemáticamente, permitirá en el futuro cercano a los usuarios de la información que provee, realizar análisis más profundos sobre el empleo y la actividad económica nacional.

B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial en 2003

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI),¹² a pesar de una serie de choques adversos en la primera mitad de 2003, existen señales positivas de una recuperación de la economía mundial y una disminución significativa de riesgos. Sin embargo, no debe perderse de vista que la amplitud de los desequilibrios de la economía global y la continua dependencia que el crecimiento económico mundial tiene con respecto al desempeño de la economía de los Estados Unidos de América, resaltan la necesidad de una aceleración de reformas estructurales en muchos países; una mayor flexibilidad del tipo de cambio en algunos países; y, la implementación de medidas por parte de los Estados Unidos de América tendientes a reducir, en el mediano plazo, sus déficit fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos.

A la fecha, existen signos de crecimiento de la actividad económica mundial, incluyendo un mejor desenvolvimiento de la inversión, principalmente en Estados Unidos de América, Japón y algunas economías emergentes de Asia. Las políticas macroeconómicas de estímulo varían ampliamente entre los principales países industriales, siendo significativas las observadas en Estados

¹⁰ Conjunto de personas que trabajan involuntariamente menos de la jornada normal (40 horas/semana en el Sector Público y 48 horas/semana en el resto de sectores) y que desearían trabajar más horas.

¹¹ Personas de 10 años y más que sin estar ocupadas en la semana de referencia, buscaron trabajo y tenían disponibilidad inmediata para hacerlo. Se incluyen en esta categoría a las personas que no buscaron activamente trabajo por razones de mercado, mal tiempo o esperan respuesta a solicitudes de trabajo.

¹² International Monetary Fund. World Economic Outlook. September 2003.



Unidos de América y en el Reino Unido y relativamente menos profundas las implementadas en el área del euro y Japón.

No obstante lo indicado, un factor clave que ha afectado a la economía mundial en 2003 es la reciente volatilidad de los precios del petróleo. Según el FMI, existen cinco canales mediante los cuales los cambios en los precios del petróleo podrían afectar el crecimiento de la economía mundial: la transferencia de ingreso de los países consumidores a los países productores de petróleo; cambios en el costo de producción de los bienes y servicios; el impacto sobre la inflación; el efecto sobre los mercados financieros; y, la respuesta de la oferta y de la demanda de petróleo ante cambios en los precios.

En el contexto descrito, según las últimas proyecciones del FMI, la actividad económica mundial para 2003 crecerá alrededor de 3.2%, respaldada por una reducción de la incertidumbre geopolítica; políticas macroeconómicas de estímulo, especialmente en los Estados Unidos de América; una tendencia hacia la baja de los precios del petróleo; y, una disminución gradual de los efectos secundarios del colapso de la burbuja de las cotizaciones bursátiles. En las economías avanzadas, en su conjunto, se espera que la actividad económica crezca 1.8% en 2003.

Estados Unidos de América continúa proporcionando un valioso apoyo al crecimiento de la economía mundial. De hecho, las políticas macroeconómicas de estímulo, el crecimiento robusto de la productividad y las expectativas positivas de los empresarios influyeron en la estimación de que la economía estadounidense crezca 2.6% en 2003.

En el área del euro, las perspectivas positivas de la economía se han reducido significativamente, reflejando una continua disminución de la demanda doméstica privada y una apreciación del euro. En consecuencia, el crecimiento económico proyectado en el área del euro es relativamente débil, sustentándose el mismo principalmente en un aumento gradual del consumo privado (respaldado por tasas de interés bajas y estabilizadores automáticos) y de los inventarios y en la expectativa de que mejore la demanda externa. El PIB de los países del área del euro, en su conjunto, se espera que finalice el año con una tasa de crecimiento económico de 0.5%.

En Japón, dado el repunte de la actividad económica en el segundo trimestre, las expectativas de crecimiento económico han mejorado. Sin embargo, la economía aún enfrenta los riesgos asociados a la deflación y a la debilidad del sistema financiero y corporativo. Para 2003 se prevé que la economía japonesa experimente una tasa de crecimiento de 2.0%.

Las expectativas de las economías emergentes continúan dependiendo de los resultados económicos de los países industriales, de las condiciones de financiamiento externo y de los factores geopolíticos.



En las economías emergentes de Asia, ante la disminución de la propagación de la neumonía, se prevé un fuerte crecimiento durante la segunda mitad de 2003, respaldado por políticas macroeconómicas oportunas y por un fuerte crecimiento de China, por lo que se espera que dichas economías registren un sólido crecimiento económico de 5.9% en 2003.

Para los países en desarrollo, en su conjunto, se espera un crecimiento económico de alrededor de 5.0% en 2003.

En África, se espera que los países, en su conjunto, crezcan a una tasa de 3.7%. En el área del Sub-Sahara (excluyendo Sudáfrica), se espera que el PIB registre una tasa de crecimiento de 3.6% en 2003, apoyado por el fortalecimiento de las políticas macroeconómicas de los países de la región, el aumento de los precios de los productos de exportación y el alivio de la deuda de los países altamente endeudados. Sin embargo, existen riesgos debido a la inestabilidad política y a las condiciones climáticas adversas. En Sudáfrica se espera que el PIB crezca a una tasa de 2.2% en 2003, en un contexto de disminución de presiones inflacionarias, de recuperación de la moneda, de declinación de precios de alimentos y de una reducción de las tasas de interés.

En los países del Medio Oriente, aun y cuando la rapidez con que finalizó el conflicto en Irak ha restaurado la confianza en la región, la frágil situación de seguridad se mantiene como una de las principales fuentes de incertidumbre. Según las proyecciones del FMI, se espera que para 2003 esta región alcance un crecimiento del PIB de 5.1%, debido, principalmente, a una alta producción de petróleo. La finalización del conflicto en Irak también benefició a Turquía, aunque para mantener la confianza de los inversionistas, las autoridades necesitaron mantener una posición fiscal disciplinada.

Por su parte, la CEPAL¹³ señala que el PIB de América Latina y el Caribe crecerá 1.5% en 2003. Dicho crecimiento económico responde a la falta de dinamismo de la economía internacional y a la insuficiencia de políticas domésticas que favorezcan la producción. Las economías que están saliendo de crisis recientes y algunas que han tenido éxito en el sector exportador registrarán un mayor crecimiento relativo, en un cuadro general de escaso dinamismo. Argentina es el país que registrará la tasa más alta de crecimiento económico (5.5%) en la región, dando muestras de un repunte después de la abrupta caída de 2001 y de 2002. En Uruguay, aun con la implementación de políticas orientadas a reactivar su producción, no alcanzará a registrar un crecimiento económico positivo en 2003 (-2.5%). Paraguay, a pesar de atrasos en el pago de la deuda externa y problemas fiscales, experimentará una tasa de crecimiento de 1.5%, debido, principalmente, al apoyo de un sector agrícola fortalecido por razones climáticas y cambiarias. Brasil registrará por tercer año consecutivo un crecimiento de alrededor de 1.5%, a pesar del dinamismo del sector agrícola y una fuerte expansión de las exportaciones. Venezuela es el país de la región que

¹³ Comisión Económica para América Latina (CEPAL). Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2002-2003. Agosto de 2003.



registrará el nivel más bajo de crecimiento económico en 2003 (-13.0%), lo que fundamentalmente se atribuye al conflicto político interno que ha afectado al país. Por su parte, la República Dominicana registraría una tasa negativa en su crecimiento de 1.0%, situación que no se daba desde 1990 y que está asociada a la crisis bancaria registrada en el año. Para México se prevé una leve expansión, que se traduciría en una tasa de crecimiento económico de 1.5%. En general, según el FMI, la actividad económica en América Latina se ha estabilizado en 2003 y existe una mayor confianza internacional sobre la región, principalmente sobre Brasil. Sin embargo, cabe enfatizar que, dado que algunos países enfrentan importantes problemas de deuda externa e incertidumbres políticas, es posible que la región continúe siendo vulnerable a cambios del mercado financiero.

Según el FMI, la proyección de crecimiento de las economías en transición para 2003 es, en su conjunto, de 4.9%. Al respecto, la economía de los países de Europa Central y del Este, candidatos a formar parte de la Unión Europea, ha sido apoyada por los fuertes flujos de inversión extranjera directa, las exportaciones y el consumo privado, aunque no debe perderse de vista que la debilidad de la demanda del área del euro representa un riesgo importante. Se espera que los países que integran la referida región finalicen el año con una tasa de crecimiento de 3.4%; en tanto que para los países en transición de la Comunidad de Estados Independientes se espera un crecimiento de 5.8%, apoyado fuertemente por los países exportadores de petróleo, principalmente Rusia, donde se registraron altos incrementos del salario real, condiciones de liquidez favorables para el mercado financiero doméstico y un mayor acceso al mercado de capitales internacionales. También Ucrania ha apoyado el crecimiento de estos países en transición debido a un aumento robusto de sus exportaciones.

Por último, cabe enfatizar que la debilidad de la actividad mundial ha conllevado al planteamiento del problema de la deflación. Recientemente, la deflación solamente ha ocurrido en algunos países, principalmente en Japón; sin embargo, la tasa de inflación en las economías avanzadas en 2003 se espera que se ubique por debajo del 2.0% por segundo año consecutivo, una de las más bajas durante los últimos 30 años. El riesgo de una espiral deflacionaria a nivel mundial es reducido. No obstante, ante un ambiente de baja inflación, existe la posibilidad de una declinación de precios derivada de cualquier choque adverso en un número importante de países, principalmente en Alemania.



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑO: 2003
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	
Economía mundial	3.2
Economías avanzadas	1.8
Estados Unidos de América	2.6
Área del euro	0.5
Japón	2.0
Economías emergentes de Asia	5.9
Países en desarrollo	5.0
África	3.7
Área del Sub-Sahara (excluyendo Sudáfrica)	3.6
Sudáfrica	2.2
Medio Oriente	5.1
América Latina y el Caribe*	1.5
Argentina	5.5
Uruguay	-2.5
Paraguay	1.5
Brasil	1.5
Venezuela	-13.0
República Dominicana	-1.0
México	1.5
Economías en transición	4.9
Europa Central y del Este	3.4
Comunidad de Estados Independientes	5.8
INFLACIÓN	
Economías avanzadas	1.8
Estados Unidos de América	2.1
Alemania	1.0
Japón	-0.3
Francia	1.9
Países en desarrollo	5.9
Países en transición	9.7

Fuentes:

International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, September 2003

* CEPAL. Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2002-2003. Agosto 2003

2. Balanza de pagos estimada a diciembre de 2003

a) Cuenta corriente

Para 2003 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$1,109.1 millones, lo que implicaría un déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB de 4.5%. Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$1,529.1 millones, por lo que se estima una ganancia de reservas monetarias internacionales por US\$420.0 millones.

El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$3,852.2 millones y de los superávit, tanto de la balanza de servicios, de US\$607.3 millones, como de las transferencias corrientes netas, de US\$2,135.8 millones.

El saldo de la balanza comercial, con relación a diciembre de 2002, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones



de US\$133.5 millones (6.0%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$145.9 millones (2.4%).

El valor FOB de las exportaciones sería de US\$2,371.7 millones, mayor en US\$133.5 millones (6.0%) al registrado en 2002. En dicho resultado sería determinante el valor de las exportaciones de café, el cual se ubicaría en US\$325.7 millones, superior en US\$56.7 millones (21.1%) al de 2002, lo cual se explicaría fundamentalmente por un aumento en el volumen exportado en 20.1%, ya que el precio medio registraría únicamente un leve crecimiento de 0.8% con respecto al año anterior. En efecto, el volumen exportado, en quintales, se incrementaría al pasar de 4,528.7 miles en 2002 a 5,438.0 miles en 2003. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal pasaría de US\$59.40 en 2002 a US\$59.90 en 2003. Cabe indicar que el incremento en el volumen exportado obedece, según ANACAFÉ, a una recuperación de la cosecha 2002/2003 respecto de la cosecha anterior; y, según la Organización Internacional del Café -OIC-, a una menor oferta mundial del grano, especialmente de la de café de baja calidad por parte de Vietnam.

El valor de las exportaciones de azúcar en 2003 se esperaría que alcance US\$188.8 millones, menor en US\$19.4 millones (9.3%) al registrado en 2002, situación que se explicaría principalmente, por la reducción de US\$0.89 (11.7%) en el precio medio de exportación, al pasar de US\$7.62 en 2002 a US\$6.73 en 2003. Por su parte, el volumen exportado, en quintales, se incrementaría al pasar de 27,329.7 miles en 2002 a 28,057.8 miles en 2003. Cabe indicar que la caída del precio medio de exportación de este producto se asocia a la disminución en el precio internacional, el cual, de acuerdo a la Organización Internacional del Azúcar -OIA-, obedece principalmente a la sobreproducción mundial del edulcorante en algunos países asiáticos, especialmente en China, Tailandia, Filipinas, India y Pakistán.

El valor de las exportaciones de banano en 2003 sería de US\$218.2 millones, menor en US\$14.8 millones (6.4%) al registrado el año anterior, lo cual se explica por la disminución de 1,320.2 miles de quintales (6.3%) en el volumen exportado, ya que se estima que el precio medio por quintal no registraría cambios en el periodo que se analiza, influenciado, tanto por la reducción en la demanda de banano por parte de los Estados Unidos de América, como por la sobreoferta mundial de dicho producto.

En cuanto al cardamomo, el valor de las exportaciones en 2003 se proyecta en US\$91.5 millones, inferior en US\$1.6 millones (1.7%) al registrado en 2002. Este resultado se explica, principalmente, por la disminución de 46.9% en el precio medio de exportación por quintal, el cual se estima pasaría de US\$221.30 en 2002 a US\$117.62 en 2003, que no es compensada por el comportamiento del volumen exportado de cardamomo, en quintales, el cual se estima aumentaría 84.9%, al pasar de 420.7 miles en 2002 a 777.9 miles en 2003. Cabe indicar que tanto el aumento en el volumen exportado de cardamomo, como la reducción de su precio medio de exportación, obedecen a la sobreproducción



de este cultivo en Guatemala. En efecto, desde 2000 se ha incrementado la recolección de cardamomo, como resultado de la sustitución de cultivos de café asociada al bajo precio de este producto en años anteriores.

Por su parte, el valor de las exportaciones de petróleo sería de US\$183.0 millones, superior en US\$27.9 millones (18.0%) al valor registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el crecimiento de 298.7 miles de barriles (3.6%) en el volumen exportado, y por el incremento de 13.9% en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$18.46 en 2002 a US\$21.03 en 2003. El aumento en el precio medio del petróleo estaría asociado al incremento en el precio internacional, el cual se asocia, principalmente, a las condiciones de incertidumbre generadas por el conflicto geopolítico en el medio oriente. Por su parte, el incremento en el volumen exportado de petróleo obedece a una mayor demanda del producto por parte de los Estados Unidos de América y de la Unión Europea.

El valor de las exportaciones de otros productos sería de US\$1,364.5 millones, superior en US\$84.7 millones (6.6%) al registrado en 2002. Este resultado obedecería al incremento previsto del valor de las exportaciones, tanto a Centroamérica como al resto del mundo, el cual aumentaría en US\$45.3 millones (5.2%) y US\$39.4 millones (9.7%), respectivamente. Lo anterior se asocia al mejor desempeño de la actividad económica, en su conjunto, de los países centroamericanos y de los Estados Unidos de América.

El valor CIF de las importaciones en 2003 sería de US\$6,223.9 millones, mayor en US\$145.9 millones (2.4%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de combustibles y lubricantes (34.7%); materiales de construcción (3.0%); y, bienes de consumo (0.8%). Por su parte, se estima que se registre una disminución en las importaciones de maquinaria, equipo y herramienta (5.0%) y materias primas y productos intermedios (1.5%).

En otro orden, la balanza de servicios en 2003 registraría un saldo superavitario de US\$607.3 millones, menor en US\$81.1 millones (11.8%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$1,028.0 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$420.7 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería, particularmente, al mayor ingreso por concepto de maquila como consecuencia de la recuperación económica de los Estados Unidos de América.

Por su parte, el déficit de los servicios factoriales se explicaría, principalmente, por el aumento en los egresos por concepto de utilidades, dividendos y regalías y por el incremento en el servicio de la deuda externa del sector público no financiero.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$2,135.8 millones, derivado,



principalmente, del incremento estimado de 18% en el ingreso neto de remesas familiares.

b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría en diciembre de 2003 un saldo superavitario de US\$1,529.1 millones, mayor en US\$314.3 millones al registrado el año anterior.

El saldo de la cuenta de capital y financiera sería el resultado de los saldos superavitarios de las transferencias de capital, de la cuenta de capital oficial y bancario, y de la cuenta de capital privado. En efecto, las transferencias de capital registrarían en 2003 un saldo superavitario de US\$136.5 millones, mayor en US\$6.7 millones (5.2%) al registrado el año anterior.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo superavitario de US\$559.3 millones en 2003, mayor en US\$505.5 millones al registrado en 2002 (US\$53.8 millones). Dicho resultado se explicaría, por el lado de los ingresos, por la colocación neta de bonos con no residentes por US\$556.6 millones y por los desembolsos de préstamos al Sector Público no Financiero de US\$193.4 millones; y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del Sector Público no Financiero por US\$179.4 millones y por el pago de deuda externa del Banco de Guatemala por US\$11.3 millones.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superavitario de US\$833.3 millones, menor en US\$197.9 millones (19.2%) al registrado en 2002. Dicho superávit se explicaría por el ingreso de capital de mediano y largo plazos por US\$359.7 millones; de capital privado de corto plazo por US\$369.6 millones; y, de inversión extranjera directa por US\$104.0 millones.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, en 2003 se estima un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de US\$420.0 millones.



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS

AÑOS: 2002 - 2003

-En millones de US dólares-

CONCEPTO	2002 ^{pl}	2003 ^{ef}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,193.0	-1,109.1	83.9	-7.0
A. BALANZA COMERCIAL	-3,839.8	-3,852.2	-12.4	0.3
1. Exportaciones FOB	2,238.2	2,371.7	133.5	6.0
Principales Productos	958.4	1,007.2	48.8	5.1
Otros Productos	1,279.8	1,364.5	84.7	6.6
2. Importaciones CIF	6,078.0	6,223.9	145.9	2.4
B. SERVICIOS	688.4	607.3	-81.1	-11.8
1. Factoriales, Neto	-312.4	-420.7	-108.3	34.7
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,000.8	1,028.0	27.2	2.7
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	1,958.4	2,135.8	177.4	9.1
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,214.8	1,529.1	314.3	25.9
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	129.8	136.5	6.7	5.2
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	53.8	559.3 ^{al}	505.5	940.2
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	1,031.2	833.3	-197.9	-19.2
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	21.8	420.0		
Reservas Netas (- aumento)	-21.8	-420.0		

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

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{al} Incluye US\$300.0 millones de ingresos por colocación de Bonos-Paz

^{pl} Cifras Preliminares

^{ef} Estimado de cierre

CUENTA CORRIENTE / PIB

390.3

417.6

-5.1

-4.5

3. Reservas monetarias internacionales netas

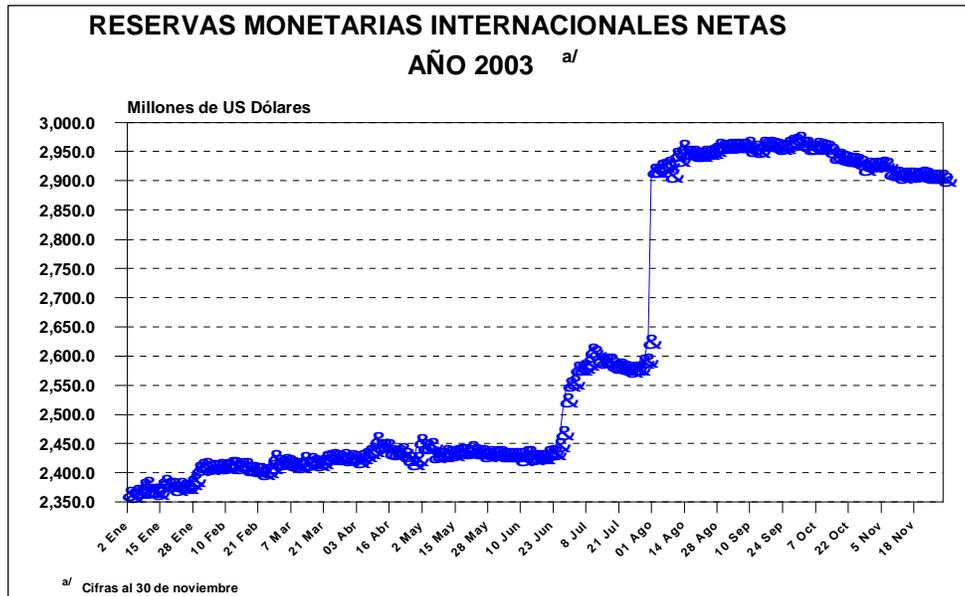
Al 30 de noviembre de 2003 las reservas monetarias internacionales netas se ubicaron en US\$2,906.4 millones, lo que significa un aumento de US\$536.8 millones¹⁴ respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2002. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$826.4 millones, egresos de divisas por US\$475.8 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$186.2 millones.

Cabe indicar que para 2003 se estima una ganancia de RIN de US\$420.0 millones, lo cual generaría un nivel de reservas monetarias internacionales netas que puede considerarse adecuado, ya que si se deducen las

¹⁴ De conformidad con el flujo de divisas para diciembre, el cual incluye las proyecciones de desembolsos y amortizaciones de préstamos externos del Gobierno Central proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, al final del año las mismas se ubicarían en alrededor de US\$2,800.0 millones.



obligaciones de corto plazo del gobierno central expresadas en dólares de Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), se tendría un nivel que permitiría cubrir 3.9 meses de importaciones de bienes, superior al nivel crítico internacionalmente aceptado, que es equivalente a 3 meses de importaciones de bienes.





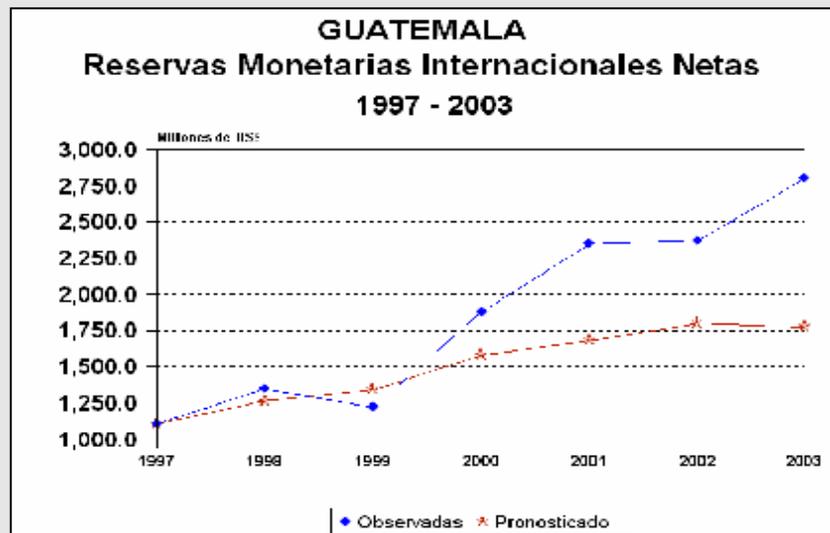
Recuadro 2

Pronóstico del nivel de reservas monetarias internacionales netas para Guatemala

De conformidad con un estudio realizado por Aizenman y Marion (2002)¹, utilizado por el Fondo Monetario Internacional en su reciente edición del World Economic Outlook, las reservas monetarias internacionales netas de un país dependen, entre otros, de los factores siguientes: a) del tamaño de la economía; b) de la vulnerabilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos; c) de la vulnerabilidad de la cuenta de capital de la balanza de pagos; d) del grado de flexibilidad del régimen cambiario; y, e) de los costos de oportunidad del capital.

Con base en el referido estudio y considerando la importancia del tema, se procedió a medir el impacto de dichos factores en el nivel de reservas monetarias internacionales netas de Guatemala, mediante un análisis de regresión simple. Para el efecto, se utilizaron como variables "proxy" las siguientes: a) el producto interno bruto real per-cápita y el número de habitantes como variables representativas del tamaño de la economía; b) la razón de importaciones de bienes respecto del producto interno bruto y la volatilidad de las exportaciones de bienes como variables representativas de la vulnerabilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos; c) la razón de medios de pago respecto del producto interno bruto como variable representativa de la vulnerabilidad de la cuenta de capital de la balanza de pagos; d) la variación absoluta interanual del tipo de cambio nominal como variable representativa de la flexibilidad del régimen cambiario; y, e) el diferencial entre la tasa de interés pasiva promedio ponderada del sistema bancario guatemalteco en dólares de los Estados Unidos de América y la tasa de interés de las notas del tesoro a 30 días plazo de los Estados Unidos de América como variable representativa del costo de oportunidad del capital.

Para llevar a cabo el análisis de regresión se utilizó información estadística que abarca el periodo 1950-1997. Los resultados econométricos obtenidos indican que los factores incluidos en la regresión explican alrededor del 96% de la variación de reservas monetarias internacionales netas durante el periodo indicado. Con base a los valores observados de dichas variables explicativas, se pronosticó el nivel de reservas monetarias netas para el periodo 1998-2003. Posteriormente, se compararon los valores pronosticados por el modelo con los valores observados de las reservas monetarias internacionales netas para el mismo periodo.



Como se observa en la gráfica, el nivel de reservas monetarias internacionales netas de Guatemala, durante el periodo 1998–2003 se encuentra por encima del nivel pronosticado (excepto en 1999). Esto significa que el nivel de reservas monetarias netas actual es mayor al pronosticado de acuerdo al modelo econométrico analizado y utilizado como referencia por el FMI. En este sentido, cabe indicar que en 2003 el nivel pronosticado de las reservas monetarias internacionales netas estaría en torno a US\$1,780.0 millones, monto inferior al nivel estimado para diciembre de 2003 (alrededor de US\$2,800.0 millones), lo que denota la solidez de la posición externa del país.

¹ Aizenman, Joshua y Marion, Nancy. *International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection*. NBER Working Paper No. 9154. Cambridge, Massachusetts, 2002, publicado en el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional de Septiembre de 2003.



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del gobierno central a octubre (última información disponible) registró un déficit fiscal de Q3,403.7 millones, monto mayor en Q3,298.1 millones al registrado en octubre de 2002.

Los ingresos fiscales a octubre ascendieron a Q18,090.6 millones, superiores en Q666.9 millones (3.8%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una recaudación de 81.1% respecto a lo presupuestado para 2003. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q17,039.5 millones, monto superior en Q768.2 millones (4.7%) al registrado en el mismo periodo del año anterior, lo que representa una recaudación de 82.1% respecto al presupuesto vigente para todo el año. El crecimiento observado se explica por la mayor recaudación tanto de impuestos directos como de impuestos indirectos. En lo que respecta a los impuestos directos, su crecimiento (5.6%) está sustentado por el comportamiento del Impuesto Sobre la Renta -ISR- y del Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA-. Por concepto del ISR se percibieron Q2,400.4 millones, monto superior en Q183.2 millones (8.3%) al registrado en similar periodo del año anterior y por concepto del IEMA se recaudaron Q2,527.4 millones, monto superior en Q79.3 millones (3.2%) al observado a octubre de 2002.

En el caso de los impuestos indirectos, su aumento (4.4%) se debe principalmente a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-, que ascendió a Q7,400.6 millones, monto superior en Q387.9 millones (5.5%) respecto a lo observado a octubre de 2002. Con relación a otros impuestos indirectos, los ingresos por derechos arancelarios registraron un nivel de Q1,946.7 millones, monto superior en Q139.4 millones (7.7%) respecto al registrado a octubre del año anterior. Dicho resultado obedeció, principalmente, a las modificaciones que se efectuaron al Sistema Arancelario Centroamericano -SAC- a finales de diciembre de 2002 y en enero de 2003¹⁵. Por su parte, el impuesto sobre bebidas alcohólicas registró una recaudación de Q255.4 millones, mayor en Q25.9 millones (11.3%) al monto observado en igual periodo del año anterior.

En lo que se refiere a los gastos ejecutados a octubre, éstos registraron un monto de Q21,494.3 millones, superior en Q3,965.0 millones (22.6%) al monto registrado en igual periodo del año anterior, lo que representa una ejecución del 73.0% respecto de lo presupuestado para 2003.

¹⁵ Los principales cambios observados en los Derechos Arancelarios a la Importación -DAI- fueron realizados a las gasolinas, las cuales en enero de 2002 tenían un arancel de 10% y en enero de 2003 tenían un arancel de 40%. Asimismo, registraron incremento los aranceles de otros productos como: semillas, polietileno, lingotes y perfiles. Las modificaciones al arancel estuvieron vigentes hasta el 14 de febrero de 2003, quedando suspendidas por disposición de la Corte de Constitucionalidad.



Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q14,298.0 millones, mayores en Q1,553.1 millones (12.2%) a los del mismo periodo del año anterior. En este comportamiento sobresalen los gastos de operación con un nivel de Q7,667.1 millones, mayores en Q641.3 millones (9.1%) a los del mismo periodo del año anterior; dentro de éstos el mayor gasto fue por concepto de sueldos y salarios, el cual registró un nivel de Q5,507.0 millones, mayor en Q273.8 millones (5.2%) al de igual periodo del año anterior. En lo que respecta a las transferencias corrientes, éstas registraron un monto de Q4,795.3 millones, monto superior en Q969.4 millones (25.3%) a las efectuadas a octubre del año anterior. Por su parte, el pago de intereses y comisiones de la deuda pública fue de Q1,835.6 millones, inferiores en Q57.6 millones (3.0%) a los del mismo periodo del año anterior.

Los gastos de capital se situaron en Q7,196.3 millones, mayores en Q2,411.9 millones (50.4%) a los de similar periodo del año anterior, registrando una ejecución del 66.9% con relación a los gastos del presupuesto vigente. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos de inversión indirecta, los cuales registraron un nivel de Q5,741.2 millones, monto superior en Q2,421.9 millones (73.0%) al del mismo periodo del año anterior; asimismo, los gastos de inversión directa se ubicaron en Q1,455.1 millones, menores en Q10.0 millones (0.7%) a los observados a octubre de 2002. En lo que corresponde al financiamiento del déficit registrado a octubre, el financiamiento interno neto fue de Q3,085.8 millones, resultado de negociaciones de bonos por Q4,889.9 millones y vencimientos por Q1,804.1 millones. El financiamiento externo neto alcanzó Q2,445.0 millones, consecuencia de desembolsos de préstamos por Q1,142.0 millones, negociación de bonos en el mercado internacional por Q2,374.1 millones y amortizaciones de préstamos por Q1,071.1 millones. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q2,127.1 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A OCTUBRE
AÑOS: 2002 - 2003
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2002	2003	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	17,423.7	18,090.6	666.9	3.8
A. Ingresos	17,061.6	17,866.3	804.7	4.7
1. Ingresos Corrientes	17,051.8	17,848.3	796.5	4.7
a. Tributarios	16,271.3	17,039.5	768.2	4.7
i. Impuestos Directos	4,672.7	4,935.3	262.6	5.6
ii. Impuestos Indirectos	11,598.6	12,104.2	505.6	4.4
b. No Tributarios	780.5	808.8	28.3	3.6
2. Ingresos de Capital	9.8	18.0	8.2	0.0
B. Donaciones	362.1	224.3	-137.8	-38.1
II. Total de Gastos	17,529.3	21,494.3	3,965.0	22.6
A. Funcionamiento	12,744.9	14,298.0	1,553.1	12.2
1. De Operación	7,025.8	7,667.1	641.3	9.1
2. Transferencias	3,825.9	4,795.3	969.4	25.3
3. Intereses por Deuda	1,893.2	1,835.6	-57.6	-3.0
B. Capital	4,784.4	7,196.3	2,411.9	50.4
1. Inversión Directa	1,465.1	1,455.1	-10.0	-0.7
2. Inversión Indirecta	3,319.3	5,741.2	2,421.9	73.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	-105.6	-3,403.7	-3,298.1	3,123.2
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	4,306.9	3,550.3	-756.6	-17.6
V. Financiamiento	105.6	3,403.7	3,298.1	3,123.2
A. Financiamiento Externo Neto	1,010.3	2,445.0	1,434.7	142.0
B. Financiamiento Interno Neto	-904.7	958.7	1,863.4	-206.0
1. Negociación Neta de Bonos	-1,198.8	3,085.8	4,284.6	-357.4
2. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	294.1	-2,127.1	-2,421.2	-823.3

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna a octubre, según cifras preliminares, se situó en Q11,254.6 millones, superior en Q3,086.1 millones (37.8%) al saldo observado en diciembre de 2002¹⁶. Este aumento obedeció, principalmente, a la negociación de Bonos-Paz por un monto de Q2,877.2 millones (equivalentes a US\$364.5 millones) con los sectores público (Q1,454.5 millones), privado (Q890.5 millones) y bancario (Q260.0 millones). En efecto, cada uno de ellos incrementó sus tenencias de valores en Q952.2 millones (34.4%), Q2,037.4 millones (89.2%) y Q295.7 millones (19.9%), respectivamente. Por su parte, el sector no residente redujo sus inversiones en Q199.2 millones (12.2%).

¹⁶ Incluye negociaciones por Q4,890.0 millones y vencimientos por Q1,803.9 millones.



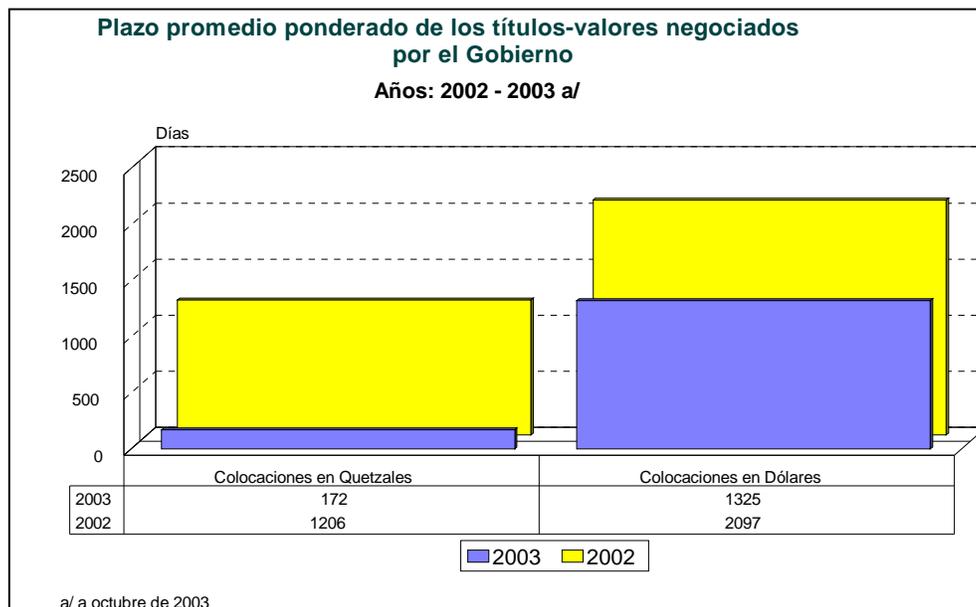
Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años: 2002 - 2003
- En millones de quetzales y en porcentajes-

Tenedor	Al 31/12/2002	Estructura	Al 31/10/2003	Estructura	Variación	
					Absoluta	Relativa
Total	8,168.5	100.0	11,254.6	100.0	3,086.1	37.8
Sector Bancario	1,486.8	18.2	1,782.5	15.8	295.7	19.9
Sector Público	2,770.3	33.9	3,722.5	33.1	952.2	34.4
Sector No Residentes	1,628.0	19.9	1,428.8	12.7	-199.2	-12.2
Sector Privado	2,283.4	28.0	4,320.8	38.4	2,037.4	89.2

FUENTE: Sección de Valores, Banco de Guatemala.

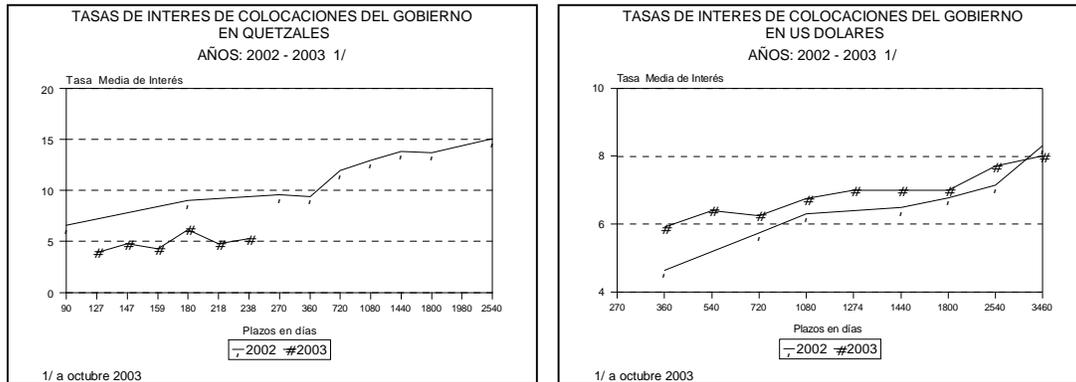
En lo que respecta a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, se observaron cambios en los sectores que lo componen. En efecto, al 31 de diciembre de 2002 la participación del sector privado fue de 28.0% del total, mientras que a octubre del presente año la misma se ubicó en 38.4%. En contraste, los sectores bancario, público y no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2002 a octubre de 2003, al pasar de 18.2%, 33.9% y 19.9% a 15.8%, 33.1% y 12.7%, respectivamente.

En cuanto al plazo de colocación de la deuda, es importante señalar que en 2002 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 1,206 días, mientras que a octubre de 2003 se ubicó en 172 días, lo que se explica porque en el dato que corresponde al presente año únicamente se incluye la negociación de Letras de Tesorería, las cuales por su naturaleza constituyen deuda de corto plazo. Referente a las colocaciones en dólares de los Estados Unidos de América, el plazo promedio ponderado en 2002 fue de 2,097 días, mientras que a octubre de 2003, el mismo se situaba en 1,325 días.





En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del gobierno expresadas en quetzales, ésta se ubicó en diciembre de 2002 en 11.87%, mientras que a octubre del presente año, la tasa de interés promedio se ubicó en 4.55%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones en dólares de los Estados Unidos de América, no registró variación, al pasar de 6.89% en 2002, a 6.88% en octubre de 2003.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a octubre de 2003 el saldo de la deuda pública externa¹⁷ se situó en US\$3,263.1 millones, mayor en US\$306.7 millones al saldo de diciembre de 2002. Dicho incremento es el resultado de desembolsos por US\$128.3 millones, negociación de bonos en el mercado financiero internacional por US\$300.0 millones, amortizaciones por US\$155.1 millones y un aumento por efecto cambiario de US\$33.5 millones, asociado a la depreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$273.2 millones.

En cuanto a los desembolsos de la deuda del Gobierno Central, por acreedor, los principales son los correspondientes al Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$46.7 millones, al Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$40.8 millones y al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$28.9 millones. En lo que respecta a la negociación de bonos en el mercado financiero internacional, cabe indicar que el 1 de agosto del presente año, el Gobierno Central negoció Bonos-Paz por US\$300.0 millones a 10 años plazo, a una tasa de interés del 9.25% anual.

¹⁷ No incluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 31 de octubre de 2003 se situó en US\$74.7 millones.

3. Estimación de cierre a diciembre de 2003

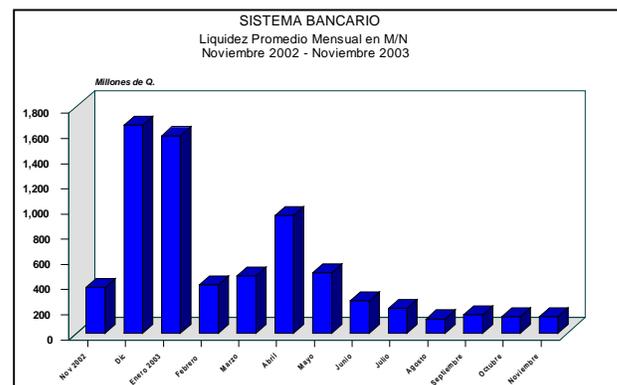
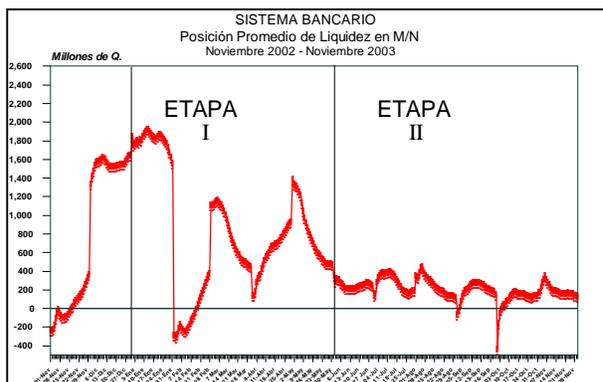
De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, para 2003 el déficit alcanzaría un nivel ligeramente mayor al 1.6% en relación al producto interno bruto. Dicho resultado estaría explicado por el menor dinamismo de los ingresos tributarios respecto de los egresos. En lo referente a la carga tributaria, la misma se ubicaría en alrededor de 10.3%, inferior a la de 2002 (10.6%).

D. SECTOR FINANCIERO

1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

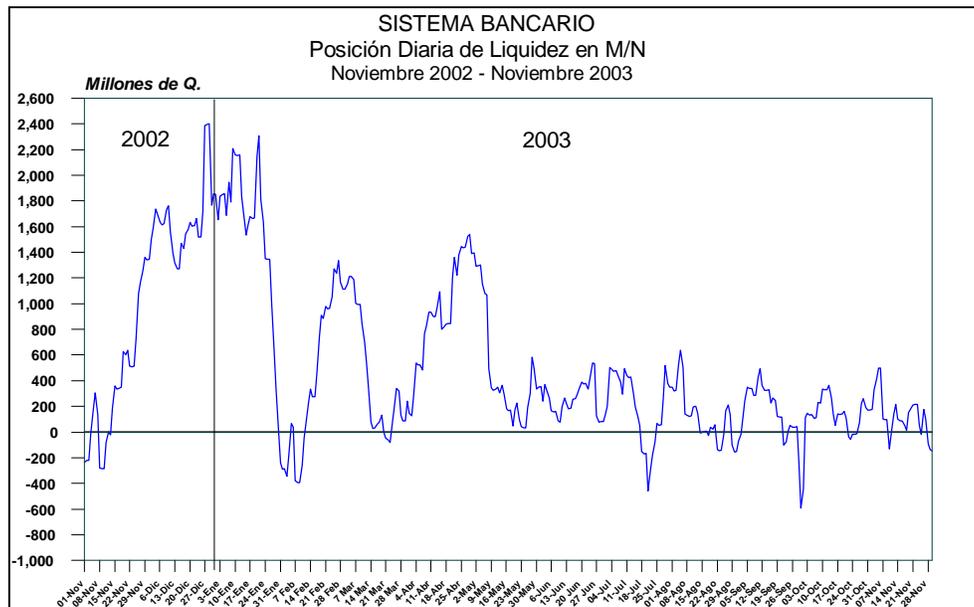
La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, denota la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el periodo enero–noviembre 2003, la liquidez bancaria, en moneda nacional mostró un comportamiento que puede dividirse en dos etapas. La primera abarca de enero a mayo, periodo en el que se registraron los mayores niveles de liquidez diaria en lo que va del año (siendo el máximo de Q2,306.9 millones, correspondiente al 21 de enero), niveles que incidieron en que la liquidez promedio mensual del sistema bancario de ese periodo se situara entre Q1,567.5 millones (enero) y Q381.5 millones (febrero). En lo que corresponde a la segunda etapa, de junio a noviembre, los niveles de liquidez diaria se redujeron en forma significativa (el nivel máximo fue de Q638.5 millones, correspondiente al 5 de agosto), lo cual permitió que la liquidez bancaria moderara su volatilidad, situándose el promedio mensual de la misma entre Q112.4 millones (agosto) y Q257.9 millones (junio).



Con respecto a la primera etapa, cabe indicar que los significativos niveles de liquidez bancaria observados durante enero de 2003 se originaron a mediados de noviembre de 2002, como consecuencia de la desaceleración de la demanda de crédito por parte del sector privado observada



en el último trimestre de ese año y de la reducción que mostraron las inversiones por parte del sistema bancario en títulos-valores del Gobierno Central.



Cabe mencionar que un elevado nivel de excedentes de encaje en el sistema bancario puede tornarse preocupante por sus efectos potenciales en la estabilidad macroeconómica, principalmente, en la consecución del objetivo fundamental del banco central de propiciar la estabilidad en el nivel general de precios, pues puede generar volatilidad en la tasa de interés en el corto plazo y afectar la estabilidad del sistema financiero. Es importante mencionar que siendo la tasa de interés el principal costo de oportunidad del dinero, una alta volatilidad de la misma podría generar una alta variabilidad en la demanda de dinero, lo que, a su vez, podría dificultar que el Banco Central pueda igualar la oferta y demanda de dinero, aspecto que es de vital importancia para el logro de su objetivo fundamental.

En el contexto descrito y en atención al mandato que la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria para 2003, en cuanto a procurar moderar la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, ante la coyuntura descrita, la participación del Banco de Guatemala en el mercado de dinero se enmarcó bajo criterios de prudencia, en función de propiciar la estabilidad de la tasa de interés de corto plazo. En ese sentido, con el propósito de propiciar la reducción de los referidos excedentes de liquidez bancaria, el banco central realizó, durante los primeros dos meses, operaciones de mercado abierto por montos ligeramente superiores a los previstos en el programa monetario y en el flujo estimado de monetización.

Los excedentes de encaje comenzaron a neutralizarse por medio del mecanismo de licitaciones y, principalmente, por el de la Mesa



Electrónica Bancaria de Dinero –MEBD- y en las bolsas de valores. En efecto, en la última semana de enero y en el mes de febrero, las colocaciones a corto plazo (7, 14 y 28 días) por medio de la MEBD y de las bolsas de valores ascendieron a Q1,635.0 millones y las de licitaciones a Q968.2 millones. Dichas colocaciones indujeron a que los citados excedentes de encaje disminuyeran; sin embargo, al haberse realizado las mismas a corto plazo, la neutralización de tales excedentes no tuvo un carácter permanente, situación que, a su vencimiento indujo a que los excedentes de liquidez bancaria reaparecieran a finales de febrero y principios de marzo.

Ante tal situación, durante marzo y abril, en contraste con lo observado en febrero, en un esfuerzo gradual por reducir de forma más permanente los excedentes de liquidez y así propiciar la moderación gradual de la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo, el Banco Central, en la medida que los espacios monetarios lo permitieron, realizó operaciones de mercado abierto privilegiando las colocaciones a plazos más largos. En este sentido, cabe indicar que las colocaciones por medio del mecanismo de licitaciones en dicho bimestre fueron de Q3,317.9 millones, en tanto que las colocaciones a corto plazo fueron de Q2,740.0 millones.

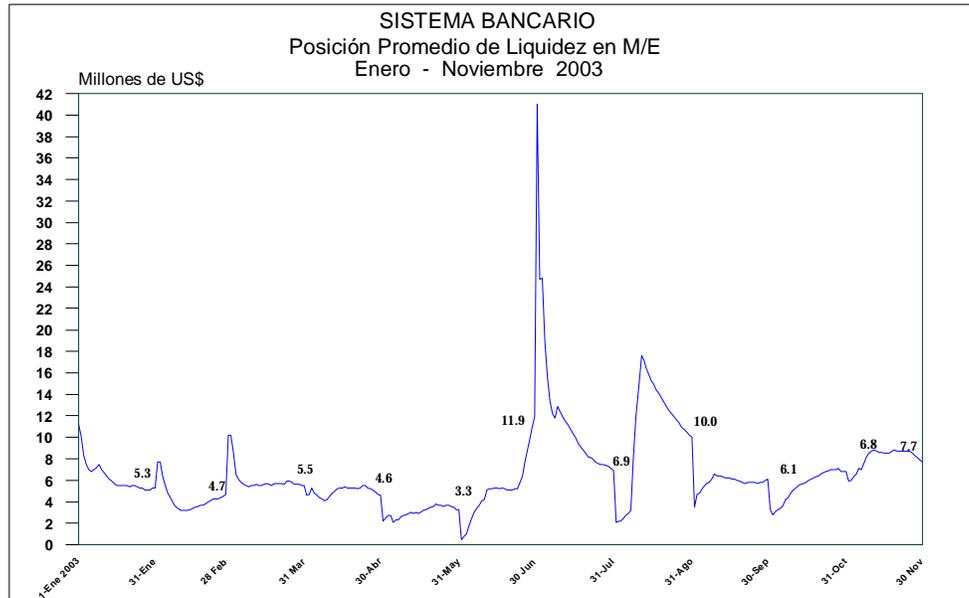
El esfuerzo realizado durante la primera parte del año, relativo a neutralizar los excedentes de encaje bancario contribuyó a que de junio a noviembre de 2003 la liquidez bancaria normalizara su comportamiento y observara mayor estabilidad. En efecto, durante esta segunda etapa dicha variable registró un promedio de Q161.9 millones, en contraste con el promedio que registró de enero a mayo, que fue de Q763.3 millones. La mayor estabilidad observada en la liquidez bancaria durante el referido periodo se asocia, por una parte, a la recuperación de la actividad crediticia, que absorbió parte de los recursos disponibles (Q1,228.6 millones en total y Q245.7 millones de promedio mensual), en contraste con la primera etapa (enero–mayo) en la cual el crédito fue menos dinámico, ya que absorbió Q821.4 millones en total y Q164.3 millones en promedio mensual. Por otra parte, los montos moderados de liquidez se reflejan en una menor inversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs-, ya que en el segundo periodo del año la inversión neta ascendió a Q1,370.4 millones (Q228.4 millones de promedio mensual), en contraste con la realizada entre enero y mayo que ascendió a Q2,158.5 millones (Q431.7 millones de promedio mensual).

b) En moneda extranjera

La liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, también medida por los excedentes o deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable durante la mayor parte de 2003, con excepción de la primera semana de julio en la cual dicha variable registró un incremento importante, la cual se debió a que algunas instituciones financieras nacionales trasladaron recursos en dólares de los Estados Unidos de América que tenían depositados en instituciones financieras en el exterior a su cuenta de encaje, los cuales se destinaron a la adquisición de Bonos del Tesoro expresados en esa moneda. De acuerdo con lo



anterior, el promedio mensual de la liquidez en moneda extranjera durante el periodo enero-noviembre 2003 se situó entre US\$3.3 millones y US\$11.9 millones.



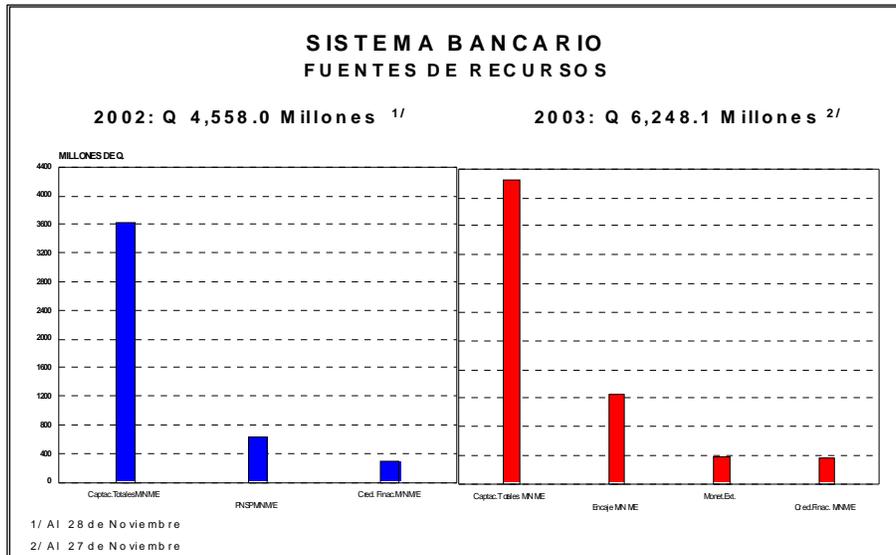
2. Adelantos

Durante el periodo enero-noviembre de 2003 no se otorgaron adelantos; sin embargo, se recibieron amortizaciones por Q59.0 millones¹⁸ de adelantos para reestructuración financiera que fueron concedidos en 2000, por lo que el saldo de los mismos, al 30 de noviembre de 2003, se situó en Q457.8 millones.

3. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

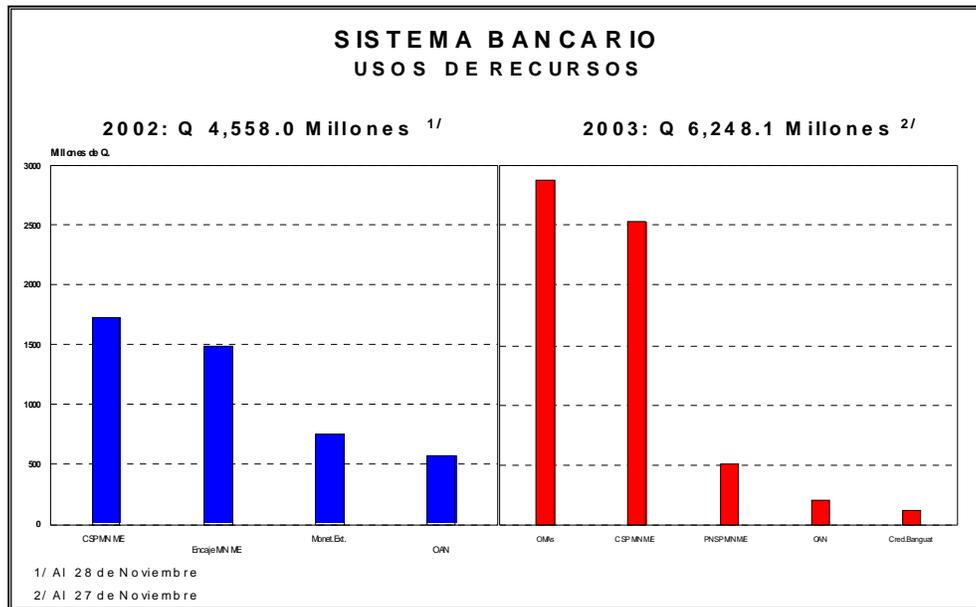
Al 27 de noviembre de 2003 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores de la economía para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q6,248.1 millones, en tanto que para similar periodo del año anterior éstos fueron de Q4,558.0 millones.

¹⁸ Amortizaciones efectuadas por el Banco Empresarial, S.A. por Q58.5 millones y el Banco Promotor, S.A. por Q0.5 millones.



Como se puede apreciar en la gráfica, a noviembre de 2003 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas por el aumento en las captaciones de depósitos del público por un monto de Q4,253.2 millones y por la disminución del encaje por Q1,259.7 millones. Por su parte, en 2002 las principales fuentes de recursos fueron las captaciones de depósitos del público por Q3,621.8 millones y la reducción del crédito neto de los bancos al sector público por Q636.3 millones.

En cuanto al uso que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q6,248.1 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2003 los mismos se destinaron, principalmente, a la inversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q2,875.4 millones y al otorgamiento de crédito al sector privado por Q2,534.4 millones. Por su parte, para 2002 el uso de los Q4,558.0 millones fue para otorgar crédito al sector privado por Q1,728.8 millones y para el incremento del encaje bancario por Q1,489.7 millones.



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

En resolución JM-34-2003, del 26 de febrero de 2003, la Junta Monetaria autorizó la fusión por absorción del Banco del Nor-Oriente, Sociedad Anónima, por El Crédito Hipotecario Nacional de Guatemala. Asimismo, mediante resolución JM-51-2003 del 23 de abril de 2003 la Junta Monetaria aprobó el Reglamento de la Cámara de Compensación Bancaria.

Por otra parte, en resoluciones JM-78-2003 del 25 de junio de 2003 y JM-90-2003 del 16 de julio de 2003, la Junta Monetaria autorizó el Reglamento para la Constitución de Bancos Privados Nacionales y el Establecimiento de Sucursales de Bancos Extranjeros; y, el Reglamento para la autorización de fusión de entidades bancarias, la adquisición de acciones de una entidad bancaria por otra de similar naturaleza, así como la cesión de una parte sustancial del balance de una entidad bancaria, respectivamente.

Adicionalmente, en resolución JM-141-2003 del 24 de octubre de 2003, la Junta Monetaria aprobó el Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito.

Conforme resolución JM-147-2003 del 12 de noviembre de 2003, la Junta Monetaria aprobó lo actuado por la Junta de Licitación para la adquisición de un Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real para el Sistema de Pagos Nacional.

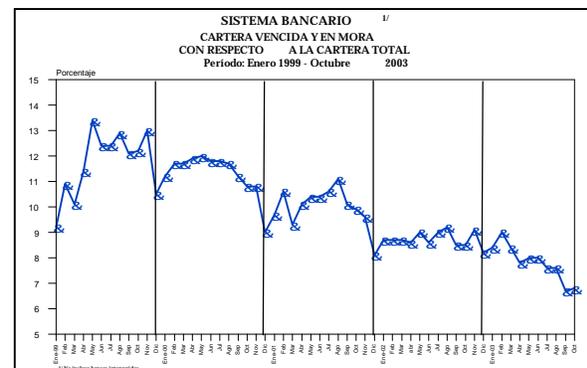
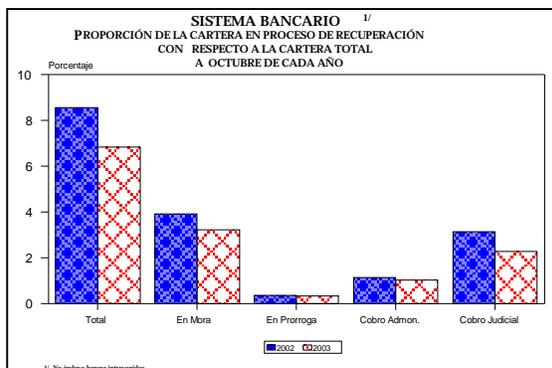
Por último, en lo que se refiere a la red de seguridad financiera, mediante Decreto Número 26-2003, del 3 de junio de 2003, el Congreso de la República dispuso que los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala -



Bonos Paz- también podrían destinarse, en caso necesario, a fortalecer financieramente al Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA-. Con base en tal disposición, el 12 de junio de 2003 el gobierno efectuó un aporte a dicho fondo, para lo cual le trasladó Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por un monto de US\$68.4 millones (equivalentes a Q540.2 millones). Esto permitió que al 30 de noviembre el patrimonio del FOPA ascendiera a Q1,057.5 millones.

5. Cartera vencida y en mora

La cartera contaminada del sistema bancario (cartera vencida más cartera en mora), excluyendo la cartera de los bancos intervenidos administrativamente, ha mostrado una mejoría. En efecto, al 31 de octubre de 2003 dicha cartera se situó en Q2,083.4 millones, monto que representa el 6.8% del total de la cartera del sistema bancario, inferior en 1.7 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (8.5%). La cartera vencida representa el 3.6% (4.6% a octubre de 2002) y la cartera en mora representa el 3.2% (3.9% a octubre de 2002).



6. Activos improductivos

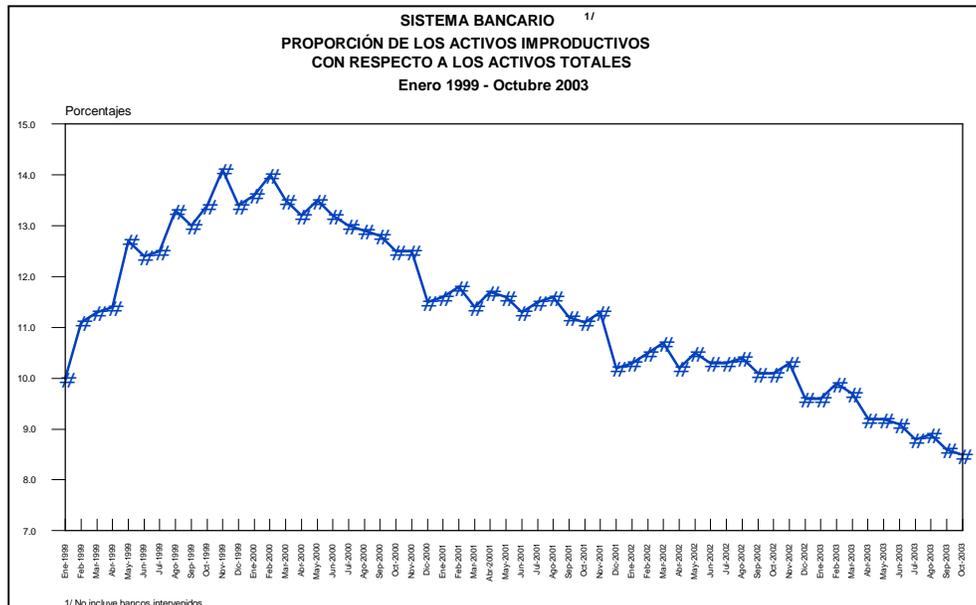
Los activos improductivos¹⁹ del sistema bancario, definidos como la sumatoria de la cartera contaminada, de los activos extraordinarios y de los activos fijos, como proporción de los activos totales, mostraron una reducción, al pasar de 10.1% en octubre de 2002 a 8.5% en octubre de 2003.

Cabe indicar que desde octubre de 1999 hasta octubre de 2000, los activos improductivos habían mostrado una tendencia hacia el alza, al situarse en octubre de 1999 en Q5,086.5 millones y en octubre de 2000 en Q5,953.7 millones; sin embargo, en los años subsiguientes dicha tendencia se revirtió, hasta situarse en Q5,647.3 millones en octubre de 2003. La reducción de Q306.4 millones

¹⁹ El activo improductivo de una institución financiera corresponde a los activos que no generan ingresos financieros, como es el caso de los activos fijos, los fondos de caja que mantienen los cajeros y que se guardan en bóveda, la caja chica, las cuentas por cobrar y otros activos que no generan intereses. Un activo improductivo de un monto importante, por un lado, desnaturaliza la función de intermediación financiera y, por el otro, expone a una institución financiera a elevados riesgos ante eventualidades coyunturales del mercado.



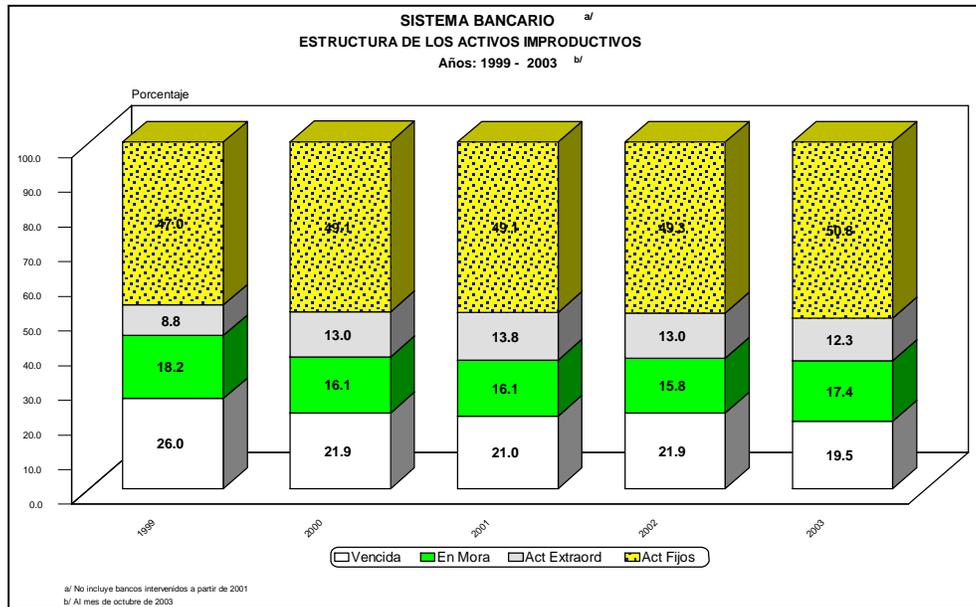
observada en el periodo octubre 2000 – octubre 2003 se explica por la disminución de Q409.9 millones en la cartera contaminada y de Q6.5 millones en los activos extraordinarios, así como por el incremento de Q110.0 millones en los activos fijos.



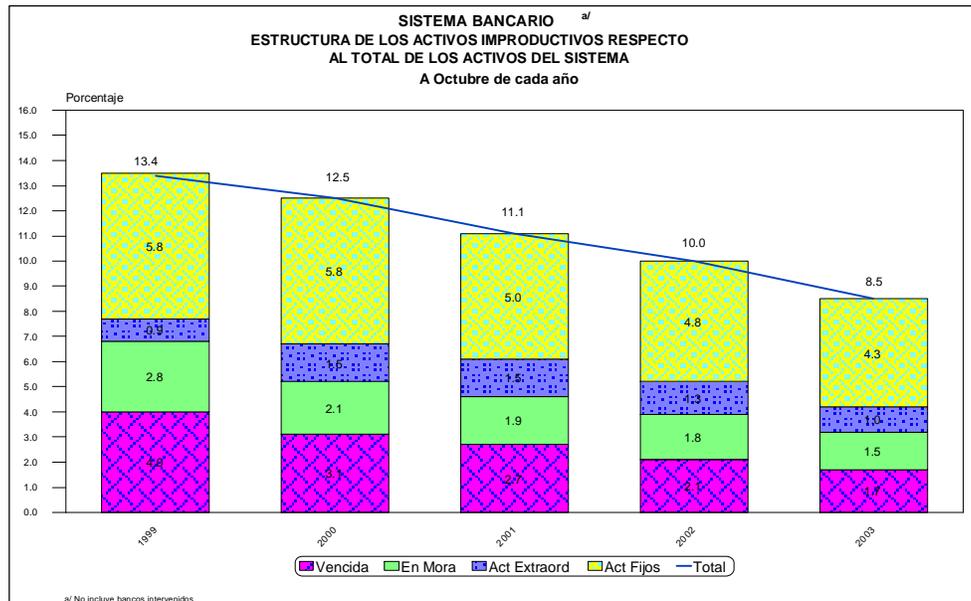
En cuanto a la estructura de los componentes de los activos improductivos, los activos fijos constituyen el rubro que mayor peso relativo tienen respecto al total.

Cabe indicar que de 1999 a 2003 los activos fijos y los activos extraordinarios aumentaron su participación respecto al total de activos improductivos, al pasar de 47.0% a 50.8% y de 8.8% a 12.3%, respectivamente. Por su parte, la cartera vencida disminuyó su participación al pasar de 26.0% en octubre de 1999 a 19.5% en octubre de 2003; en forma similar se comportó la cartera en mora, ya que en el mismo periodo redujo su participación de 18.2% a 17.4%.

El incremento del monto de los activos fijos se debe, en parte, a la expansión de las oficinas bancarias y a las revaluaciones de sus bienes inmuebles, en tanto que el incremento de los activos extraordinarios se asocia a la ejecución de garantías crediticias, lo que a su vez se ha reflejado en una reducción de la cartera contaminada.



En términos generales, el proceso de saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero nacional se refleja, entre otros indicadores, en el comportamiento de los activos improductivos del sistema bancario como proporción de sus activos totales, indicador que se ha reducido en 4.9 puntos porcentuales de 1999 a 2003, al pasar de 13.4% a 8.5%, respectivamente. En lo que corresponde a sus componentes, en la gráfica siguiente se observa que a partir de 2000 todos los rubros de activos improductivos han registrado una tendencia hacia la baja.

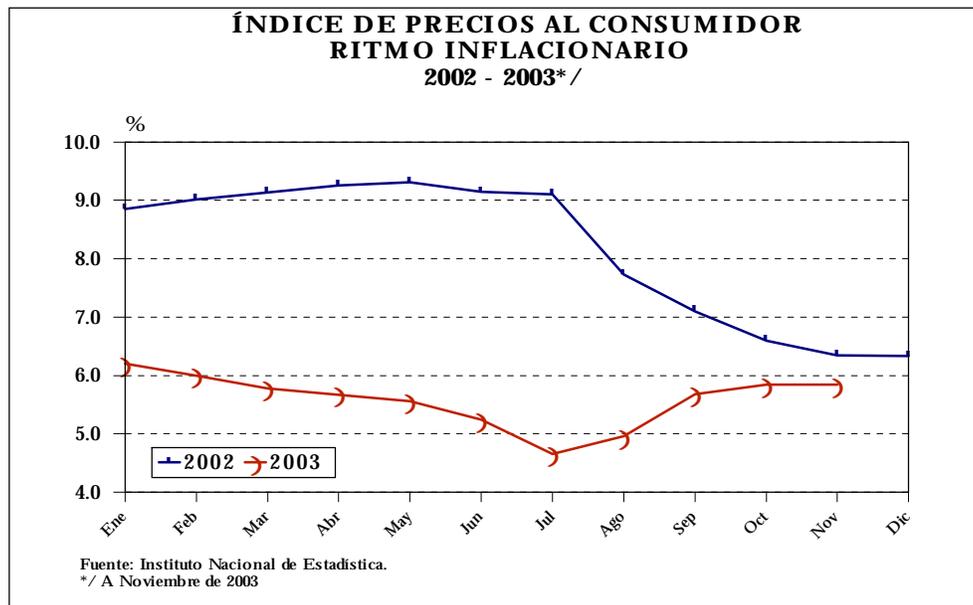




IV. EVOLUCION DE LAS VARIABLES MONETARIAS

A. META DE INFLACIÓN

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC- elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de noviembre de 2003, a nivel república se registró un ritmo inflacionario de 5.84%, porcentaje que se sitúa dentro de la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 (4.0% - 6.0%). El porcentaje referido resulta inferior en 0.50 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2002 (6.34%).



El ritmo del IPC a noviembre de 2003 refleja el crecimiento de los índices de las nueve divisiones de gasto que componen el índice total, particularmente de la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), que registró una variación interanual de 6.84% y explica el 47.44% de la variación interanual del IPC. Otras divisiones de gasto que explican el comportamiento del ritmo inflacionario son las de *Transporte y comunicaciones; Recreación y Cultura; Educación; y, Vestuario y calzado*, las que, en conjunto con la división de *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, explican el 78.23% del ritmo inflacionario registrado a noviembre del presente año.



INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Noviembre 2003

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	ÍNDICE NOVIEMBRE 2002	ÍNDICE NOVIEMBRE 2003	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO 2/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 3/
ÍNDICE GENERAL	100.00	115.15	121.87	5.84	5.84	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	119.92	128.12	6.84	2.77	47.44
2. Vestuario y calzado	7.94	111.60	116.58	4.46	0.34	5.89
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	108.22	111.96	3.46	0.32	5.55
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	112.81	117.41	4.08	0.32	5.45
5. Salud	5.48	113.92	120.88	6.11	0.33	5.68
6. Transporte y comunicaciones	10.92	103.64	109.99	6.13	0.60	10.32
7. Recreación y cultura	6.83	120.00	128.61	7.18	0.50	8.57
8. Educación	5.60	118.61	125.82	6.08	0.35	6.01
9. Bienes y servicios diversos	6.52	116.87	122.12	4.49	0.30	5.09

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

2/ Incidencia en la variación.

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

En la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, la variación se explica por las alzas en los grupos de gasto *Pan y cereales; Comidas preparadas fuera del hogar; y, Carnes*, que en conjunto explican el 85.80% de la variación interanual de esta división.

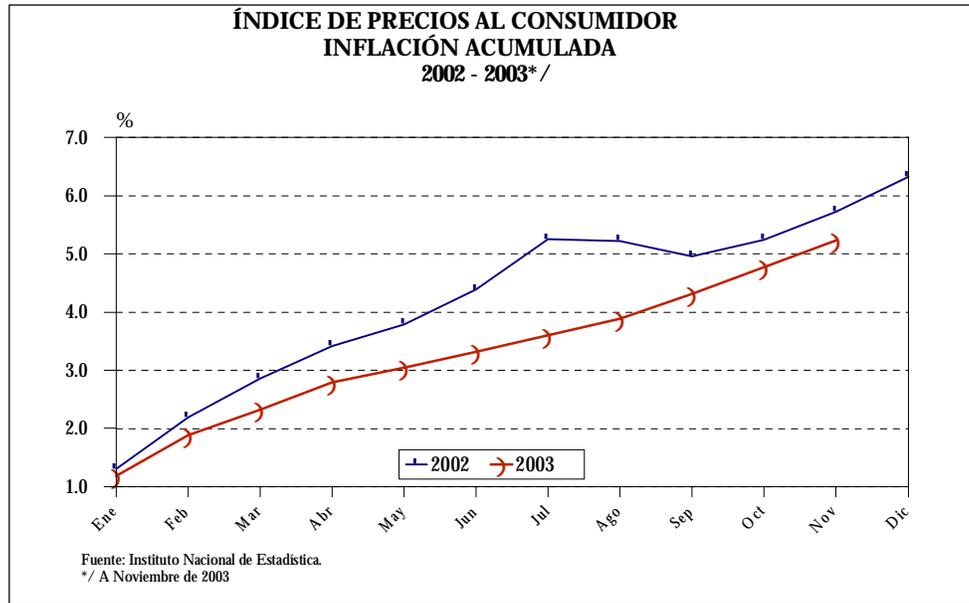
La división de *Transporte y comunicaciones* registró una variación interanual de 6.13%, determinada, principalmente, por el incremento en el precio medio de los gastos básicos de Reparaciones y mantenimiento de vehículos personales y de Transporte urbano.

La división de *Recreación y cultura* presentó una variación interanual de 7.18%, determinada, básicamente, por el incremento en los precios medios del grupo de gasto de *Servicios de turismo*, donde resalta el de los viajes de paseo o recreación dentro del país.

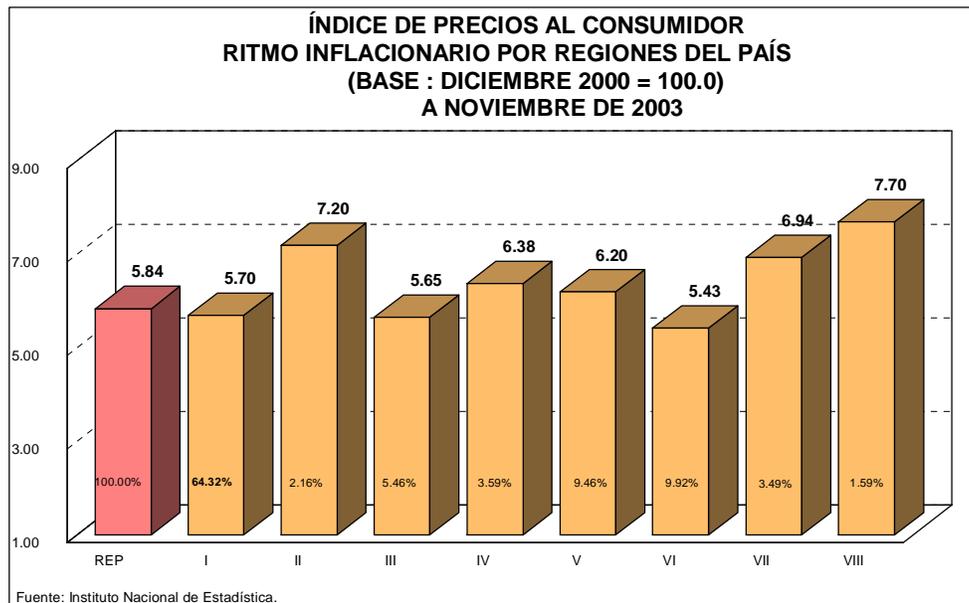
La división de *Educación*, que presentó una variación interanual de 6.08%, estuvo determinada por el comportamiento del grupo de gasto *Servicios educativos*, en el que sobresale el incremento de los precios medios de las cuotas mensuales en educación superior y en educación primaria y preprimaria.

Por último, la división de *Vestuario y calzado* registró una variación interanual de 4.46%, determinada principalmente por el alza en los precios medios del grupo de gasto *Zapatos y otros tipos de calzado, incluida su reparación y mantenimiento*.

En cuanto a la inflación acumulada a noviembre del presente año, a nivel república la misma se situó en 5.24%, inferior en 0.49 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (5.73%).



A nivel de regiones²⁰, la Región VIII (El Petén) alcanzó el ritmo inflacionario más alto, con 7.70%, seguida por la región II (Norte), que registró un ritmo de 7.20%. La Región I (Metropolitana), que tiene la mayor ponderación dentro del total de las regiones (64.32%), presentó un ritmo inflacionario de 5.70%, inferior en 0.14 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (5.84%). La región que observó el ritmo inflacionario más bajo fue la Región VI (Suroccidente) con 5.43%.



²⁰ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, El Petén (El Petén).



B. CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Activos externos netos (AEN)

Los activos externos netos del Banco de Guatemala -AEN-²¹ o RIN al 30 de noviembre de 2003, alcanzaron un nivel de US\$2,906.4 millones, mostrando un aumento de US\$536.8 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2002.

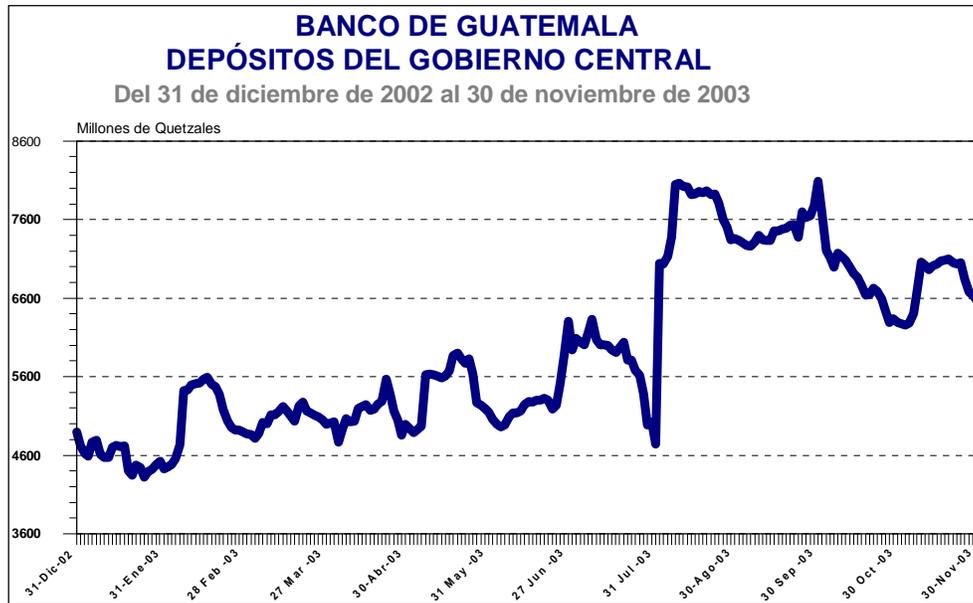
El aumento de las RIN, como se indicó, es el resultado de ingresos de divisas por US\$826.4 millones, egresos de divisas por US\$475.8 millones y de otras operaciones netas por US\$186.2 millones.

2. Activos internos netos (AIN)

a) Posición con el sector público

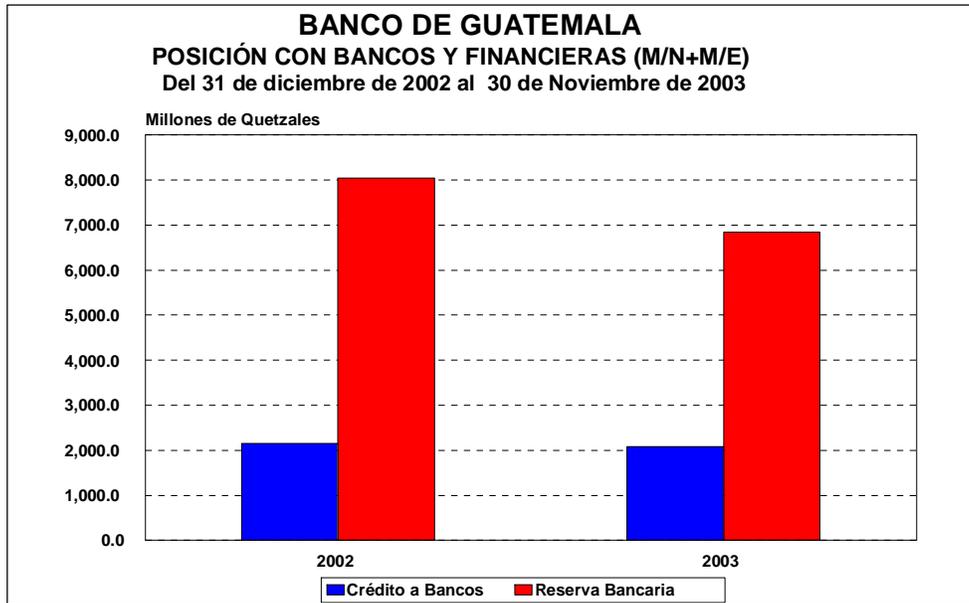
Al 30 de noviembre, el nivel de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala alcanzó Q6,572.5 millones, lo que representa un aumento de Q1,674.6 millones respecto al registrado a finales de diciembre del año previo. Este resultado se explica, principalmente, por los ingresos provenientes de la colocación de bonos con residentes y no residentes, por la recaudación de impuestos, y de las regalías por explotación de petróleo. Por su parte, la posición con las entidades del resto del sector público fue de Q4,007.7 millones, mostrando un aumento de Q1,177.3 millones con respecto al cierre de 2002. Este resultado se deriva, por una parte, del aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q820.5 millones, de los cuales Q778.9 millones corresponden al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social -IGSS- y, por otra, del aumento de sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q356.8 millones.

²¹ De conformidad con el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fdo Monetario Internacional (FMI) el término activos externos netos es sinónimo de reservas internacionales netas -RIN-.



b) Posición con bancos y financieras

Al 30 de noviembre el Banco de Guatemala presentaba una posición con bancos y financieras de Q4,758.0 millones, menor en Q1,129.6 millones a la observada a diciembre de 2002. Esta variación se debe, principalmente, a la disminución del monto mantenido por las entidades bancarias en el banco central en concepto de encaje bancario y a la amortización de créditos otorgados a bancos del sistema en años anteriores. En efecto, el encaje bancario se redujo en el periodo en Q1,194.1 millones, correspondiendo Q1,307.0 millones al encaje bancario en moneda nacional, moderado por el incremento de Q112.9 millones en el encaje bancario en moneda extranjera. Por otra parte, los bancos efectuaron amortizaciones al banco central por Q65.0 millones, de las cuales Q59.0 millones corresponden a adelantos concedidos para viabilizar programas de reestructuración financiera y Q6.0 millones a valores emitidos en la década de los años ochenta por los bancos del sistema, los cuales adquirió el Banco de Guatemala con el objetivo de canalizar recursos para financiar la construcción y adquisición de vivienda.



c) Operaciones de mercado abierto con el sector privado

Las operaciones de mercado abierto con el sector privado, consideradas como la variable de ajuste del programa monetario y el principal instrumento de regulación monetaria, al 30 de noviembre registraron un crecimiento de Q2,712.0 millones con respecto al nivel observado a finales del año anterior, alcanzando un nivel de Q11,323.4 millones.

Respecto al vencimiento de los CDPs en poder del sector privado, el 26.1% vencerá en lo que resta de 2003, el 69.8% en 2004, el 3.2% en 2005 y el restante 0.9% durante 2006.

Por otra parte, conviene señalar que en cuanto a la estructura de plazos del total de colocaciones, a finales de diciembre del año anterior, el 4.7% estaba a plazos menores de treinta días, mientras que el 95.3% se encontraba colocado a plazos mayores de treinta días hasta 546 días; en cambio, al 30 de noviembre de 2003, el 16.1% se encontraba colocado a plazos menores de treinta días, mientras que el 83.9%, a plazos mayores de treinta días hasta 875 días.



d) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala, al 30 de noviembre, ascendió a Q860.2 millones, monto superior en Q227.8 millones al observado en similar periodo del año anterior. Este efecto monetizante es resultado del pago de intereses por colocaciones de CDPs realizadas en 2002, cuyo vencimiento se concentró principalmente en el primer trimestre de 2003 y de la mayor realización durante el año de operaciones de mercado abierto a plazos menores a treinta días. Cabe destacar que la mayor colocación de CDPs a corto plazo es consistente con los esfuerzos del Banco Central, realizados de conformidad con los lineamientos determinados por la autoridad monetaria, para reducir el desvío de la emisión monetaria observado a partir de mayo. El componente con mayor participación en el total de gastos corresponde, principalmente, a los intereses de las operaciones de mercado abierto por Q768.0 millones y, por el lado de los ingresos a los intereses percibidos por la inversión de los activos externos por Q284.7 millones.

C. VARIABLES INDICATIVAS

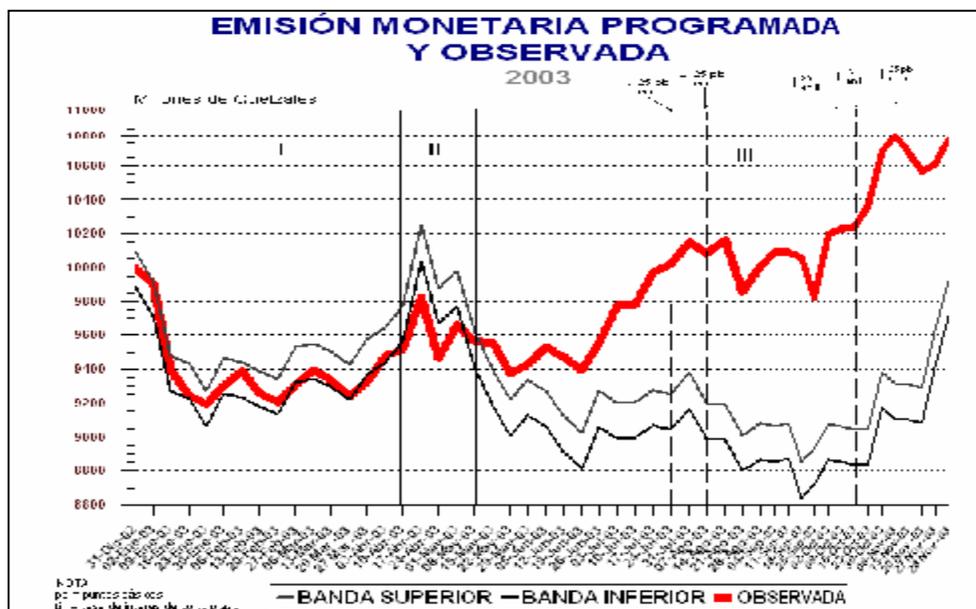
En resolución JM-303-2002 del 23 de diciembre de 2002, la Junta Monetaria dispuso, entre otros aspectos, que con el propósito de guiar y orientar las acciones de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se están logrando las metas, se debe dar seguimiento a siete variables indicativas. En ese sentido, a continuación se presenta el comportamiento que mostró cada una de las referidas variables durante el periodo que va de diciembre de 2002 a noviembre de 2003.



1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario para 2003, se estimó que la emisión monetaria crecería al final de ese año alrededor de 8.7% sobre su nivel observado a finales de 2002, variación compatible con la tasa de crecimiento esperado de la actividad económica y con la meta de inflación. Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla adecuadamente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los posibles cambios que podrían registrarse.

El comportamiento de la emisión monetaria durante 2003 se puede observar en la gráfica siguiente.



La evolución de la emisión monetaria a noviembre de 2003 puede dividirse en tres periodos. En el primero, entre el 2 de enero y el 10 de abril, la trayectoria de dicha variable se mantuvo, en general, dentro del corredor programado. Este comportamiento obedeció, principalmente, al efecto desmonetizante generado por la realización de las operaciones de mercado abierto y al aumento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

En el segundo periodo, entre el 10 de abril y el 8 de mayo, la emisión observada se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado. Dicho comportamiento estuvo determinado, fundamentalmente, por la mayor realización de operaciones de mercado abierto por parte del Banco de Guatemala respecto de lo programado en el flujo estimado de monetización. El referido incremento en las operaciones de mercado abierto se dio a fin de reducir



el excedente de encaje bancario y evitar así una alta volatilidad en la tasa de interés de corto plazo.

En el tercer periodo, entre el 8 de mayo y el 30 de noviembre, la emisión observada se desvió por encima del límite superior del corredor programado. Dicho exceso de emisión por el lado de la oferta se explica por dos factores monetizantes. El primero, relativo a que en la mayor parte del periodo se observó un uso de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala, por montos superiores a los programados. Este comportamiento se explica por sucesos imprevistos en cuanto a la evolución de las fuentes de financiamiento del déficit del Gobierno Central y no por una expansión del gasto público, el cual, excepto por el observado en octubre, fue consistente con lo programado. En cuanto a las distorsiones observadas en las fuentes de financiamiento cabe indicar, en primer término, que durante todo el año los ingresos tributarios fueron menores a los previstos, en una proporción mayor al ajuste que el Gobierno Central pudo realizar en el gasto público, fenómeno que se constituyó en una fuente de presión sobre el uso de los recursos de caja. El segundo, relacionado con la monetización orgánica originada por la ganancia extraordinaria de Reservas Monetarias Internacionales por un monto de US\$250.0 millones (aproximadamente Q2,007.0 millones), la cual se explica, por una parte, porque los ingresos de divisas fueron mayores a lo programado y, por la otra, porque los egresos de divisas fueron menores a lo estimado²². El tercero, relativo al hecho de que, en el periodo que se analiza, el saldo del encaje bancario fue menor en alrededor de Q609.0 millones con respecto de lo previsto en el programa monetario.

Si bien existen factores de oferta que contribuyen a explicar el desvío de la emisión monetaria, también es dable indicar que dicho desvío pudo haberse asociado a factores de demanda, en especial porque existe la presunción de que en presencia de un año electoral, los agentes económicos pudieron haber demandado más dinero primario por motivos de precaución y transacción asociados a dicho evento. El dilema que entonces se planteó durante el tercer periodo fue el de establecer si el desvío de la emisión monetaria se debió a factores de oferta, en cuyo caso se podía constituir en una fuente importante de presión inflacionaria, o si dicho desvío se debía a factores de demanda, en cuyo caso el mismo no significaba un riesgo para la consecución del objetivo fundamental de la política monetaria, por lo que en este escenario dicha política debía implementarse con suma prudencia a efecto de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas. El dilema descrito hizo necesario que se actuara con cautela, en espera de que después del evento electoral se pudiera establecer la naturaleza del desvío de la emisión monetaria.

²² Por el lado de los ingresos, destacan los derivados de la revaluación del oro por US\$43.3 millones, ingresos recibidos por el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social por US\$75.3 millones, derivados del vencimiento de inversiones en el exterior y el incremento en las regalías por explotación de petróleo por US\$13.1 millones. Por el lado de los egresos, destacan la reducción en el pago de capital e intereses de Eurobonos el cual fue menor respecto de lo programado en US\$74.4 millones y la reducción en la demanda de pagos con giros, cheques, efectivo y órdenes de pago por US\$24.7 millones.



En el contexto descrito, desde el inicio del desvío de la emisión monetaria hasta finales de julio, las acciones del banco central se orientaron a aumentar la oferta de CDPs a efecto de neutralizar los excedentes de liquidez primaria, considerando que se había detectado una mayor preferencia por parte de los agentes económicos para invertir a plazos más cortos. La medida indicada propició que el monto de las colocaciones de CDPs fuera superior al de los vencimientos durante varias semanas; sin embargo, las mismas no fueron suficientes para reducir el desvío observado en la emisión monetaria.

No obstante las medidas adoptadas para la reducción del desvío de la emisión monetaria, éste continuó aumentando llegando a alcanzar niveles importantes. En presencia de la situación descrita, durante el tercer periodo el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala aumentó en cinco oportunidades la tasa de interés de los CDPs a 28 días, con el propósito principal de propiciar la reducción gradual del desvío de la emisión monetaria y de enviar un mensaje del compromiso de la autoridad monetaria para la consecución del objetivo fundamental de la política monetaria; sin embargo, el dilema de si dicho desvío respondía a factores de oferta o de demanda continuó siendo un factor fundamental para que la política monetaria, en la medida en que no se observaran presiones inflacionarias importantes que pudieran poner en riesgo la consecución del objetivo fundamental de estabilidad en el nivel general de precios, se ejecutara de manera prudente para que así no se generaran distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas.

Por último, cabe indicar que precisamente después del evento electoral se empezó a observar una reducción gradual en el desvío de la emisión monetaria, el cual, sin embargo, al 30 de noviembre aún observaba un nivel de Q848.3 millones.

2. Tasas de interés

a) De operaciones de mercado abierto

Durante el periodo de enero a junio de 2003, las tasas de interés de operaciones de mercado abierto en el mecanismo de licitaciones (plazos mayores de 28 días) mostraron un comportamiento estable y hacia la baja para los diferentes plazos de colocación; sin embargo, entre julio y noviembre mostraron un leve incremento, derivado de los aumentos que para neutralizar liquidez primaria se efectuaron en la tasa de interés de las operaciones a 28 días. Lo anterior se observa en el cuadro siguiente:



TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA POR EL MECANISMO DE LICITACIÓN DE DICIEMBRE 2002 A NOVIEMBRE 2003
- En porcentajes -

PLAZO EN DÍAS	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
63	3.66						3.00				3.90	4.00
91		3.81					3.15			4.00		
147							3.30					
154												5.00
182	5.44											
210				5.00	4.37	3.40						
273		5.30	5.25	5.25								
301			5.90				5.00					
322		5.96										
336					4.91							
364	6.50			6.45	6.45	5.48	5.49	5.50	5.50	5.74	5.75	6.00
427											6.50	
462		6.95								6.50		
490									6.50			6.60
511								6.50				
546	7.50	7.48										
693								7.00				
791											7.59	
826										7.65		
847									7.50			
875								7.50				

FUENTE: DEPARTAMENTO DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Con relación a las tasas de interés promedio ponderado mensual de las operaciones de mercado abierto de corto plazo (7, 14 y 28 días), durante el periodo comprendido de enero a julio, éstas mostraron un comportamiento relativamente volátil como consecuencia del incremento en la demanda de CDP's por las entidades financieras, lo cual originó que la tasa de interés ofrecida por el Banco Central fuera objeto de puja en dichas operaciones. Sin embargo, a partir de agosto, las tasas de interés promedio ponderado de dichas operaciones mostraron un comportamiento más estable; en el caso de la tasa de interés de CDP's a 28 días se registró una leve tendencia al alza derivado de los aumentos que para neutralizar liquidez primaria se efectuaron en dicha tasa de interés, tal como se observa a continuación:

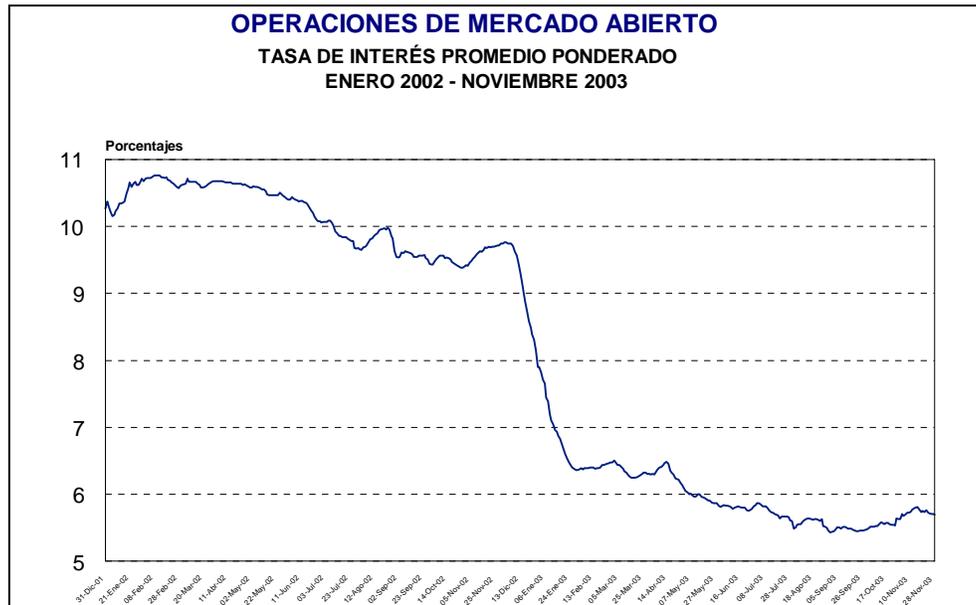
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE CAPTACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN LA MESA ELECTRÓNICA BANCARIA DE DINERO Y EN LAS BOLSAS DE VALORES DE DICIEMBRE DE 2002 A NOVIEMBRE DE 2003
- En porcentajes -

PLAZO EN DÍAS	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
7	1.24	0.76	1.45	1.46	1.01	0.77	1.92	2.35	2.55	2.55	2.55	2.55
14	1.69	1.09	2.23	1.54	0.63	1.01	2.02	2.54	2.61	2.61	2.61	2.61
28	2.41	1.81	3.97	2.53	1.03	1.16	2.25	2.71	3.23	3.25	3.56	4.15

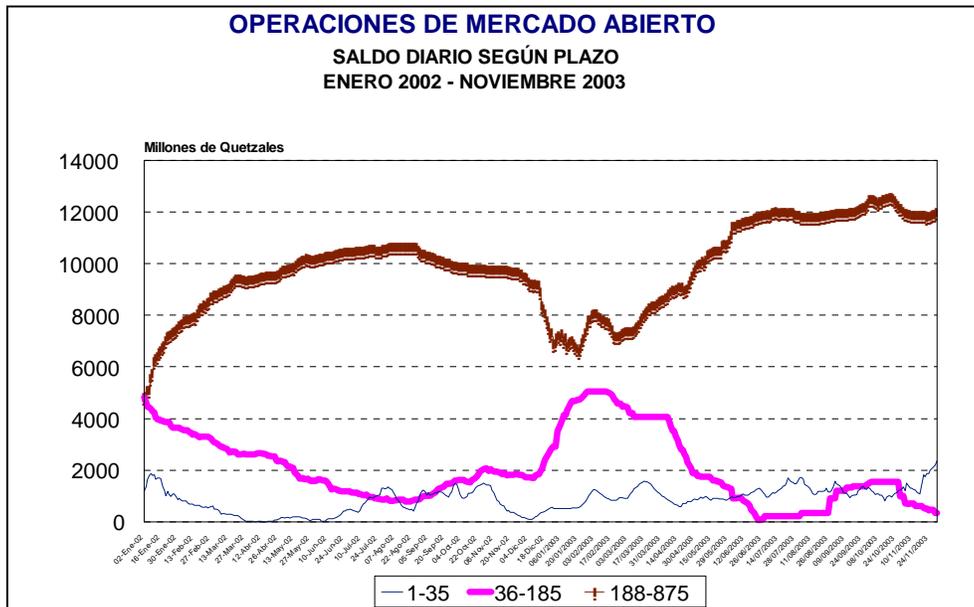
FUENTE: Departamento de Operaciones de Mercado Abierto



En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de operaciones de mercado abierto, durante el periodo de enero a octubre ésta mantuvo una tendencia hacia la baja, al pasar de 7.90% a finales de 2002, a 5.63% a finales de octubre de 2003; en tanto que durante noviembre se observó una leve tendencia al alza, al pasar a 5.70%, como consecuencia de la colocación de CDP's a plazos de un año o más.



Por último, cabe indicar que durante 2003 se han efectuado, en función del programa monetario, operaciones de mercado abierto a distintos plazos, que pueden agruparse de 1 a 35 días, de 36 a 185 días y de 186 a 875 días. A finales de noviembre de 2003, el saldo de estas operaciones se situó en Q14,683.9 millones. Como se puede observar en la gráfica siguiente, a lo largo del periodo analizado dichas operaciones se concentraron mayoritariamente en el rango de 186 a 875 días, al representar el 81.6% del total del saldo referido.

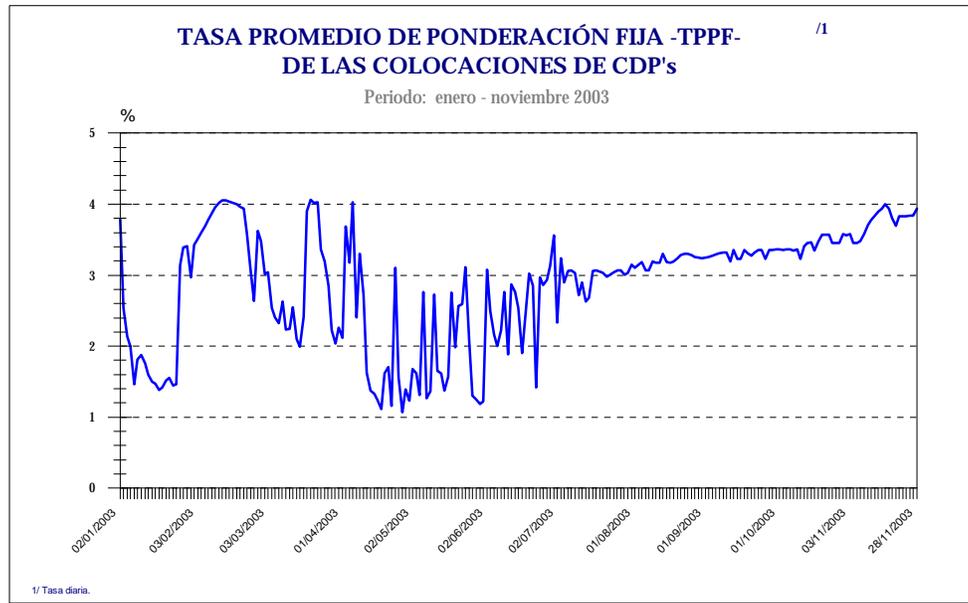


Adicionalmente, cabe indicar que las colocaciones netas de 1 a 35 días aumentaron en Q1,833.4 millones; las de 36 a 185 días disminuyeron en Q3,272.3 millones; en tanto que las colocaciones netas a plazos más largos, de 186 a 875 días, aumentaron en Q4,779.1 millones.

i) Tasa promedio de ponderación fija de las colocaciones de OMAS (TPPF)²³

La tasa promedio de ponderación fija de las colocaciones de OMAS es un indicador que evidencia la evolución de la tasa de interés promedio de las colocaciones diarias de OMAS, excluyendo los cambios que puedan ocurrir en la estructura de los plazos de las mismas.

²³ La metodología utilizada para calcular la TPPF se presenta en el Anexo 3.



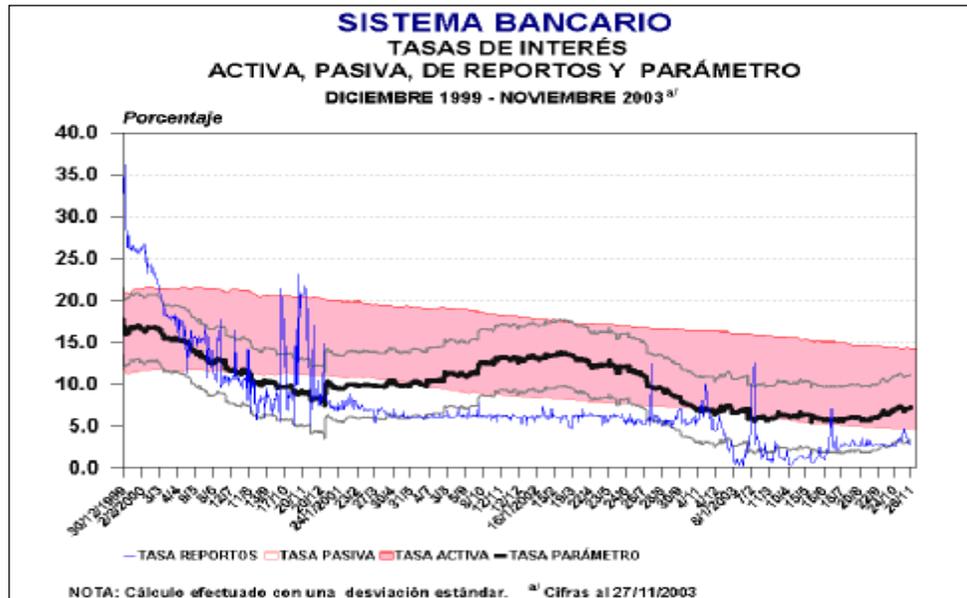
Como se puede observar, la tasa de interés promedio de ponderación fija de las colocaciones de OMAS presentó una alta volatilidad durante el primer semestre de 2003, lo cual puede asociarse a importantes pujas sobre la tasa de interés ofrecida por el Banco de Guatemala en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero. Los bancos del sistema competían por colocar fondos en CDPs, introduciendo una mayor volatilidad en las tasas ofrecidas en los plazos que se negocian en dicho mecanismo (7, 14 y 28 días). A partir de julio, la tasa promedio de ponderación fija se estabilizó, mostrando una ligera tendencia hacia el alza, debido, por un lado, a una disminución en el nivel de liquidez de los bancos durante dicho periodo y, por el otro, a los aumentos que se efectuaron en la tasa de interés a 28 días para neutralizar liquidez primaria.

b) Tasa parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”, que incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal, de manera que la tasa de interés resultante indique los niveles de tasa de interés que deberían de privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente.

Al 27 de noviembre, la tasa parámetro se ubicó en 7.37% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 11.32% y 3.42%, respectivamente. Cabe indicar que dados los volúmenes significativos de liquidez observados en el sistema bancario durante el año, la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido alrededor del límite inferior de la banda de la tasa parámetro. En particular, al 27 de noviembre dicha tasa se situó en 3.14%, ligeramente por debajo del límite inferior de la referida banda.

Si se compara dicha tasa de reportos con las tasas activa y pasiva, promedio ponderado del sistema bancario, se observa que la misma se ha mantenido durante la mayor parte del periodo por debajo incluso de la tasa pasiva y con un comportamiento estable, lo que indicaría que el mercado de dinero, en el periodo analizado, estuvo muy líquido.



c) Competitividad externa de la tasa de interés doméstica

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

La “condición de paridad descubierta de la tasa de interés” es una condición de no-arbitraje en el mercado financiero que se cumple cuando la tasa de interés doméstica en moneda nacional es igual a la correspondiente tasa de paridad y, por lo tanto, los rendimientos de un activo financiero en moneda nacional son iguales a los que se obtendrían con un sustituto en moneda extranjera (haciendo abstracción de los costos de transacción).²⁴ En tal caso, a un agente económico le sería indiferente realizar operaciones en moneda nacional o en moneda extranjera. Por el contrario, cuando existe una brecha positiva entre la tasa de interés doméstica en moneda nacional con respecto a la tasa de interés de paridad correspondiente, los agentes económicos se ven estimulados a ingresar

²⁴ Cabe indicar que el cálculo de la tasa de paridad tanto activa como pasiva, si bien aún posee limitaciones de naturaleza estadística, asociadas a la falta de información sobre costos de transacción e instrumentos financieros que puedan sustituirse perfectamente en el mercado, representa un avance en cuanto a la medición de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.



capitales al país; en cambio, cuando esa brecha es negativa, ello puede propiciar una salida de capitales.

Para efectos de medición, en el presente análisis se utilizan las tasas LIBOR y LIBID como tasas de interés externas comparables a las tasas de interés domésticas en moneda nacional activa y pasiva (depósitos a plazo), respectivamente. Además, como una medición aproximada de la prima de riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio promedio (compra y venta) observado y el tipo de cambio promedio (compra y venta) negociado en el mercado de futuros guatemalteco. A la vez, para medir aproximadamente la prima de riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Eurobonos guatemaltecos en circulación en el mercado financiero internacional y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América, correspondientes al mismo plazo.

Durante el periodo de enero a noviembre de 2003, se observó que la tasa de interés activa doméstica fue superior a la tasa de interés activa de paridad, lo cual es un indicador de que el crédito en el exterior resultó más barato que el crédito interno. En teoría, esta diferencia fomentaría la contratación de créditos externos y, por ende, el ingreso de capitales. Cabe indicar que al 27 de noviembre, la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 14.24%, en tanto que la tasa activa de paridad fue de 6.21%.

Por su parte, durante el periodo enero a noviembre, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica) fue superior a la tasa pasiva de paridad. Al 27 de noviembre la tasa para depósitos a plazo alcanzó 6.76%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 6.08%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que durante todo el año habría resultado más favorable ahorrar internamente.

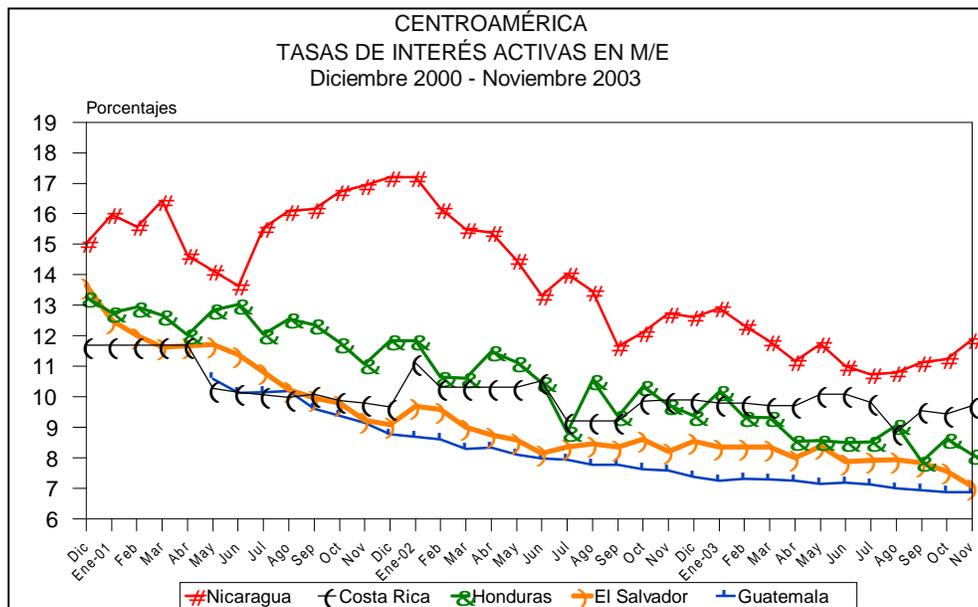




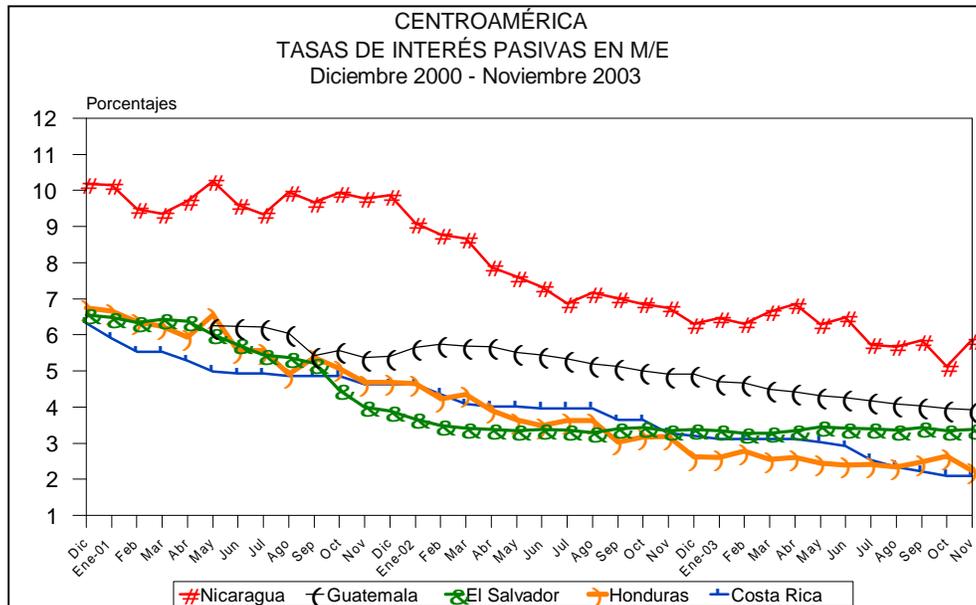
d) Tasas de interés en moneda extranjera en Centroamérica

Tomando en cuenta la importancia de comparar instrumentos financieros homogéneos entre los países del área centroamericana, resulta ilustrativo comparar las tasas de interés que se aplican en operaciones tanto activas como pasivas en dólares de los Estados Unidos de América.

Dentro del contexto anterior, según la información disponible, Nicaragua presenta la tasa de interés activa más alta del periodo, situándose, a noviembre, en 11.88%; le siguen Costa Rica, Honduras y El Salvador con tasas de 9.71%, 8.11% y 7.06%, respectivamente y, por último, se sitúa Guatemala con una tasa activa del sistema bancario de 6.87%.



En cuanto a las tasas de interés pasivas de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, de acuerdo con información disponible, Nicaragua también presentó la tasa más alta durante el periodo, situándose, a noviembre, en 5.86%, seguida de Guatemala, El Salvador y Honduras que alcanzaron 3.93%, 3.39% y 2.24%, respectivamente; y, por último, Costa Rica con una tasa de 2.10%.

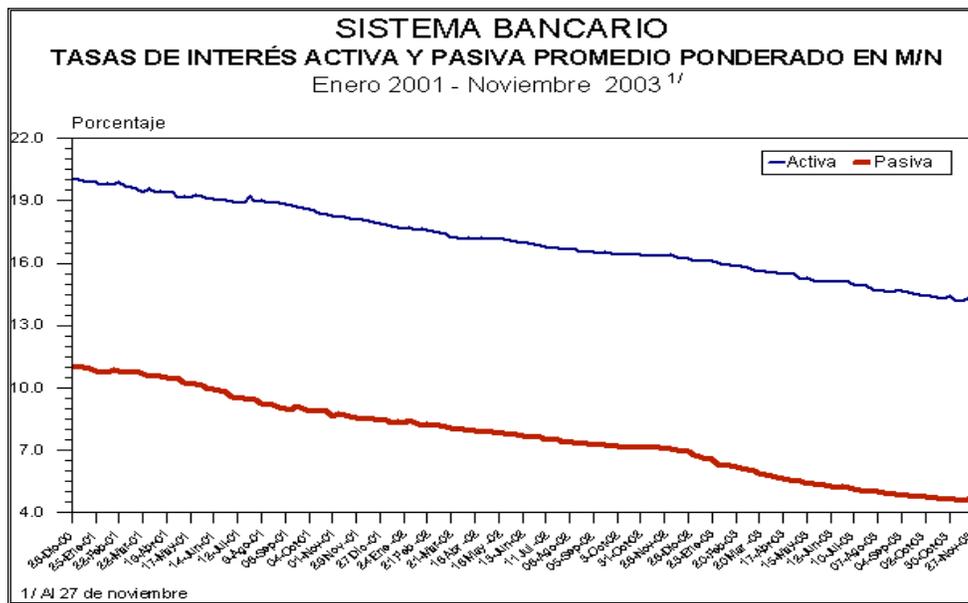


De acuerdo con las tasas de interés observadas en el mercado bancario centroamericano, en moneda extranjera, tanto activas como pasivas, puede concluirse que, sin tomar en cuenta el riesgo país y los costos de transacción, resulta más favorable adquirir créditos en dólares de los Estados Unidos de América en Guatemala y ahorrar en esa moneda en Nicaragua.

e) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario

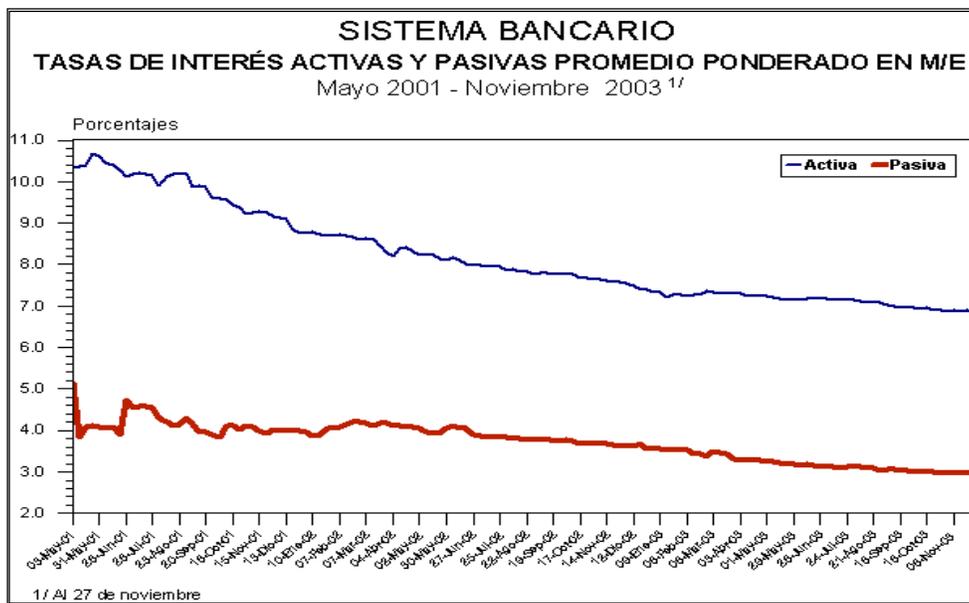
i) En moneda nacional

De enero a noviembre del presente año, las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y con tendencia hacia la baja. En efecto, a finales de 2002 la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 16.20%, en tanto que al 27 de noviembre la misma se redujo en 1.96 puntos porcentuales, hasta alcanzar 14.24%. Cabe indicar que el nivel de las referidas tasas es el más bajo que las mismas registraron desde 1989 cuando se liberaron las tasas de interés. Por su parte, al 27 de noviembre, la tasa de interés pasiva promedio ponderado se situó en 4.60%, registrando una reducción de 2.31 puntos porcentuales con relación a la registrada a finales de diciembre de 2002 (6.91%).



ii) En moneda extranjera

La tasa de interés activa promedio ponderado ha mostrado una tendencia hacia la baja, al pasar de 7.38% en diciembre de 2002 a 6.87% al 27 de noviembre de 2003. Por su parte, la tasa de interés pasiva promedio ponderado²⁵ también ha exhibido una tendencia hacia la baja, situándose en 2.96% al 27 de noviembre, inferior en 0.61 puntos porcentuales a la registrada en diciembre del año previo (3.57%).

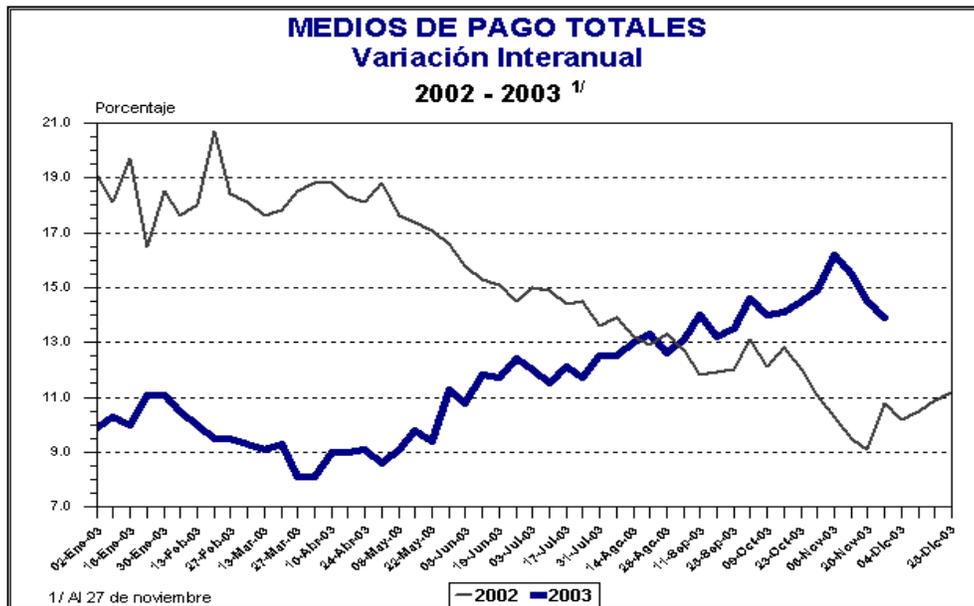


²⁵ Incluye depósitos de ahorro, depósitos a plazo y Obligaciones Financieras en Circulación.

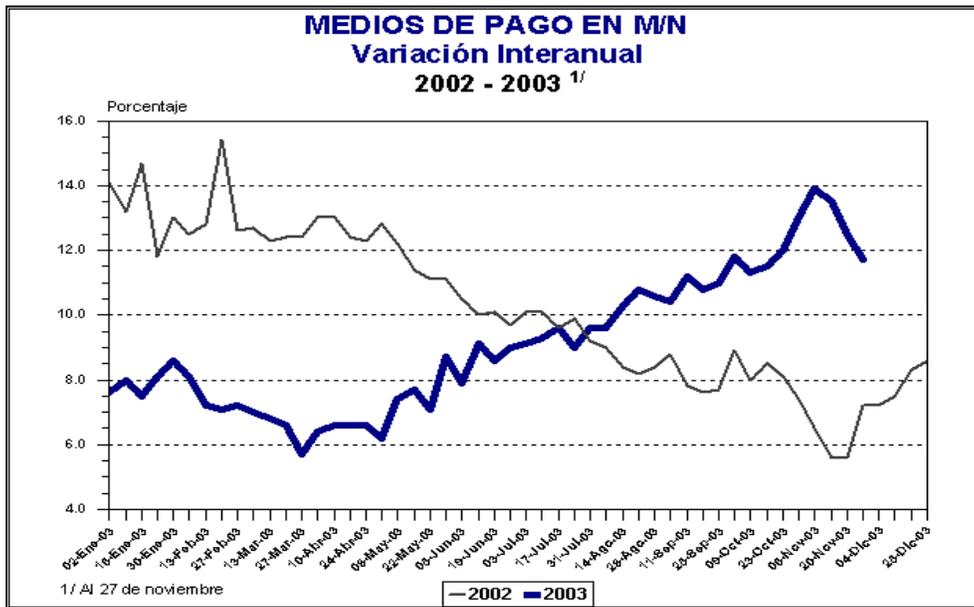


3. Medios de pago

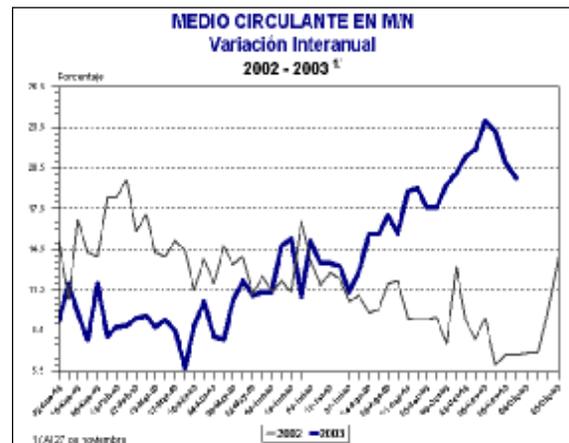
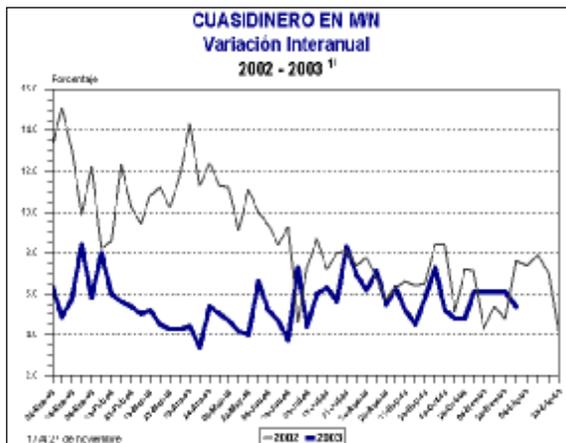
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago (M2 y M3) crecerían entre 9% y 11%, en términos interanuales. Al 27 de noviembre, los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) correspondientes a M2 alcanzaron un nivel de Q56,760.1 millones, lo que representa un crecimiento, en términos interanuales, de 13.9%, superior al rango previsto para fin de año en la política monetaria vigente.



Por su parte, el agregado M2 en moneda nacional registró, al 27 de noviembre, un saldo de Q51,793.5 millones, con un crecimiento interanual de 11.7% (Q5,434.1 millones), superior en 4.5 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (7.2%).



Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidineró registró una tasa de crecimiento interanual de 5.4% (Q1,386.2 millones) y el medio circulante de 19.8% (Q4,047.9 millones).



Los medios de pago en moneda extranjera registraron, al 27 de noviembre, un saldo equivalente a Q4,966.6 millones, con un crecimiento interanual de Q1,499.4 millones (43.2%). En cuanto a sus componentes, el cuasidineró creció Q867.4 millones (46.6%) y los depósitos monetarios Q632.0 millones (39.3%), ambos en términos interanuales.

Por último, el agregado M3 en moneda nacional, que comprende M2 en moneda nacional más los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala y los bonos emitidos por las sociedades financieras privadas, ambos en poder del sector privado no bancario, alcanzó al 27 de noviembre un saldo de Q54,324.2 millones, con un crecimiento interanual de 9.9%. El total de los agregados monetarios en moneda nacional y en moneda extranjera (M3) fue de



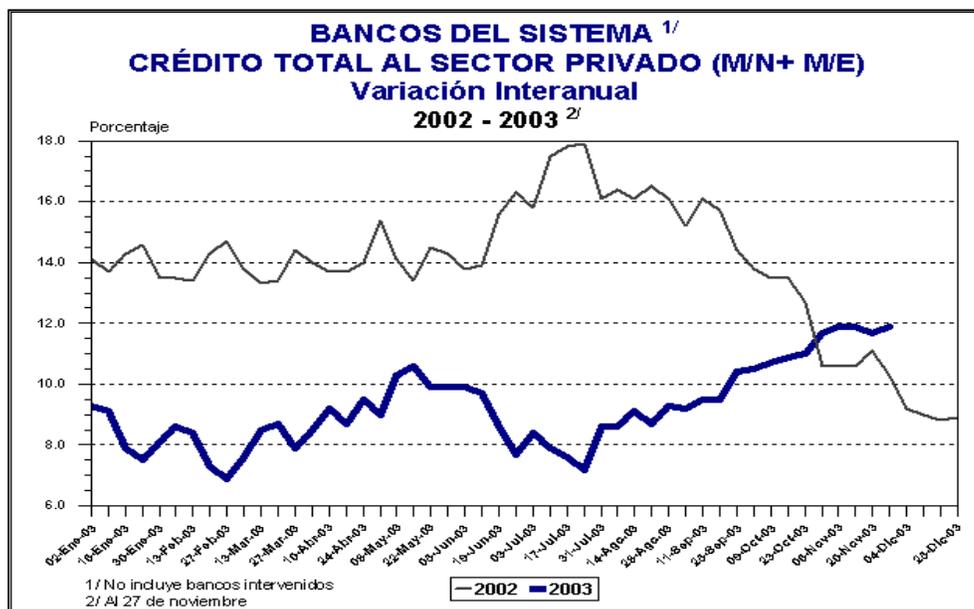
Q59,864.6 millones, equivalente a un incremento de Q4,684.9 millones (8.5%) respecto del nivel observado en diciembre de 2002 y a un incremento de Q6,581.7 millones (12.4%) en términos interanuales.

4. Crédito de los bancos al sector privado

a) Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento interanual de entre 10% y 12%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 27 de noviembre de 2003, el crédito bancario total al sector privado (moneda nacional más moneda extranjera) se ubicó en Q33,920.9 millones, registrando una tasa de crecimiento interanual de 11.9% (Q3,605.5 millones), la cual se ubica dentro del corredor previsto para fin de año en la política monetaria vigente (10% - 12%).



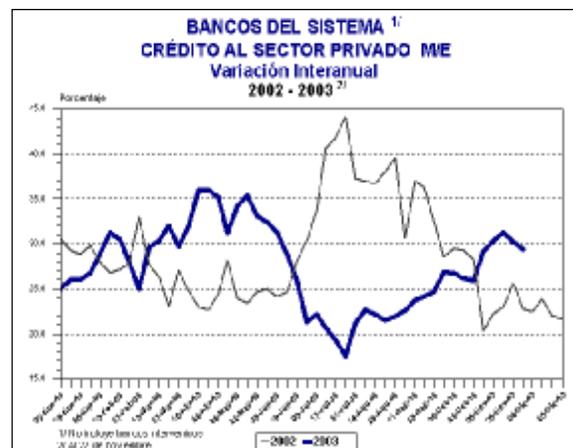
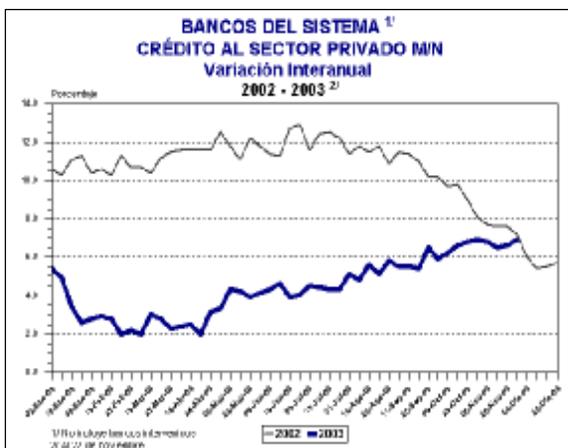
En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q25,285.8 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 6.9% (Q1,642.7 millones). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q8,635.1 millones, con un crecimiento interanual de 29.4% (Q1,962.8 millones).

Al analizar el comportamiento que durante 2003 registró el crédito bancario al sector privado total, se puede observar que hasta el mes de septiembre el mismo se ubicó por debajo del rango establecido en la Política



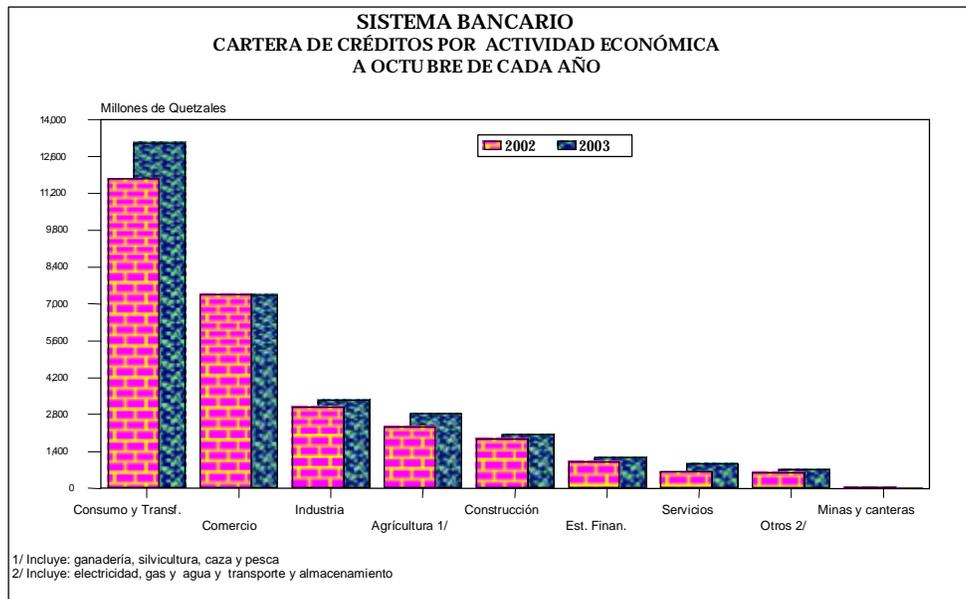
Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003, lo cual es atribuible a diversos factores, entre los que se puede mencionar, en primer lugar, el poco dinamismo en la demanda de crédito en dicho periodo, lo que puede asociarse a la desaceleración de la tasa de crecimiento económico en términos reales; en segundo lugar, a la posibilidad de que un número de empresas locales pudo haber financiado sus actividades con recursos provenientes del exterior, especialmente de El Salvador, motivadas por tasas de interés más favorables a las observadas en el mercado local y por la estabilidad del tipo de cambio nominal; en tercer lugar, a que algunas empresas filiales de transnacionales podrían haber estado cancelando sus préstamos en los bancos nacionales, sustituyéndolos por financiamiento que les pudieran haber proporcionado sus casas matrices; y, en cuarto lugar, a la mayor cautela por parte de los bancos en los procesos de análisis y concesión de crédito debido a la aplicación de la nueva normativa prudencial.

Por último, a partir de octubre el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado recupera su dinamismo y se ubica dentro del rango previsto para fin de año.



b) Cartera crediticia por actividad económica

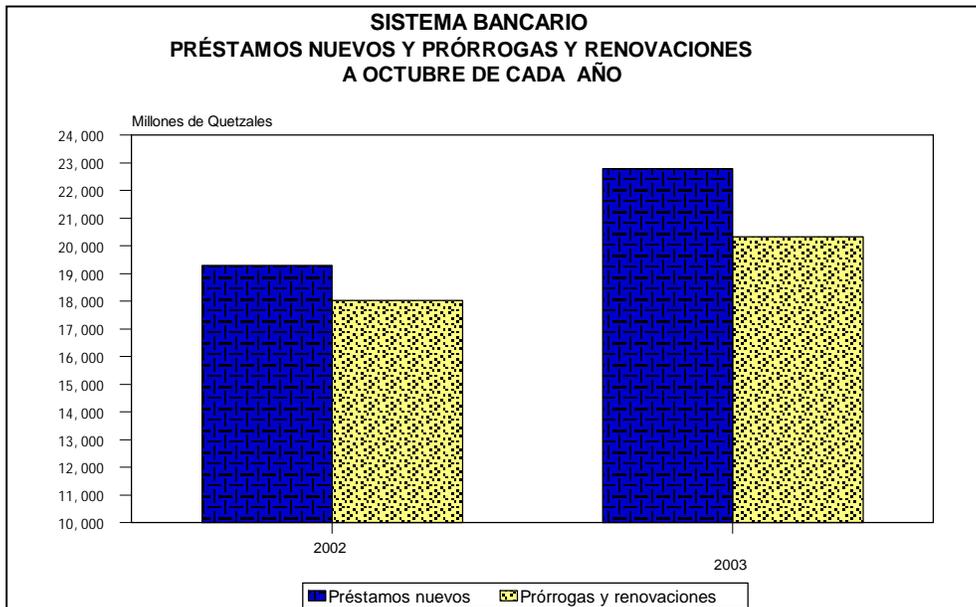
Según información de la Superintendencia de Bancos, al 31 de octubre de 2003 la cartera crediticia se situó en Q31,705.4 millones, de los cuales el 84.4% se concentra en los siguientes sectores: consumo y transferencias 41.4% (Q13,134.4 millones); comercio 23.2% (Q7,366.9 millones); industria 10.7% (Q3,383.3 millones); y, agricultura 9.1% (Q2,868.9 millones). A octubre de 2002, el saldo de la cartera crediticia ascendió a Q28,829.9 millones, de la cual el 85.3% se concentraba en los siguientes rubros: consumo y transferencias 40.8% (Q11,770.4 millones); comercio 25.6% (Q7,376.5 millones); industria 10.8% (Q3,111.1 millones); y, agricultura 8.1% (Q2,347.8 millones).



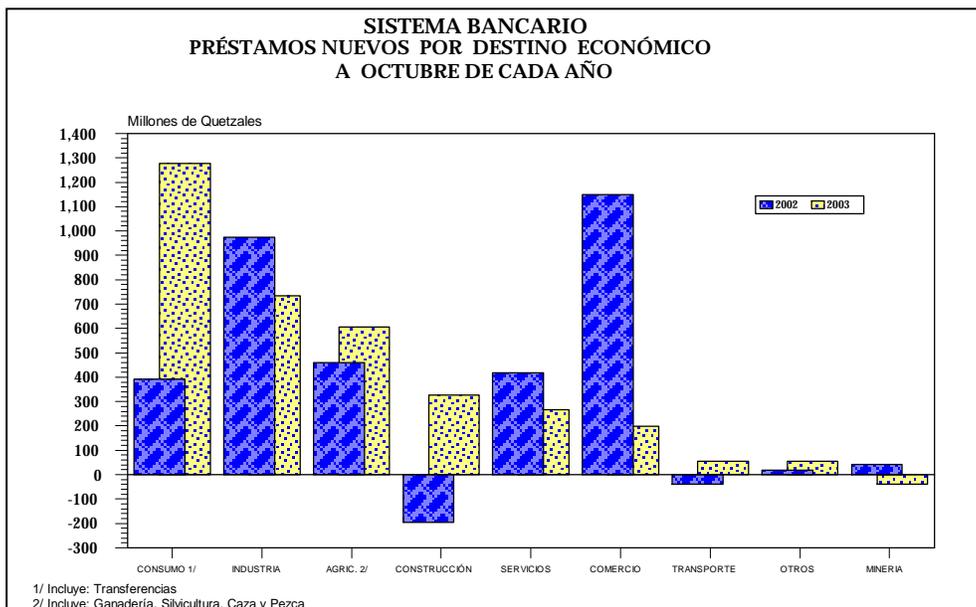
Al comparar la cartera crediticia entre octubre de 2003 y octubre de 2002, se observa un incremento de Q2,875.5 millones (10.0%). Dicha variación es resultado, por un lado, del incremento que registraron los rubros siguientes: consumo y transferencias, Q1,364.0 millones; agricultura, Q521.1 millones; servicios, Q305.1 millones; industria, Q272.2 millones; construcción, Q178.7 millones; establecimientos financieros, Q156.2 millones; y, otros destinos, Q119.1 millones; y, por el otro, de las disminuciones en comercio, Q9.5 millones y minería, Q31.4 millones.

c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 31 de octubre de 2003 (última información disponible), el monto de préstamos nuevos, incluyendo prórrogas y renovaciones, fue de Q22,782.6 millones, superior en Q3,482.3 millones (18.0%) al registrado en similar periodo del año anterior. Cabe indicar que el total de préstamos nuevos otorgados en el periodo en referencia se concentra en los créditos prorrogados y renovados (89.2%).



El referido incremento se explica, por una parte, por el aumento de los préstamos nuevos canalizados al consumo y transferencias por Q1,276.4 millones; a la industria por Q733.6 millones; a la agricultura por Q605.3 millones; a la construcción por Q327.7 millones; a los servicios por Q267.3 millones; al comercio por Q199.2 millones; al transporte por Q56.0 millones; y, a otros destinos por Q55.2 millones; y, por la otra, por la reducción que registró la minería por Q38.4 millones.





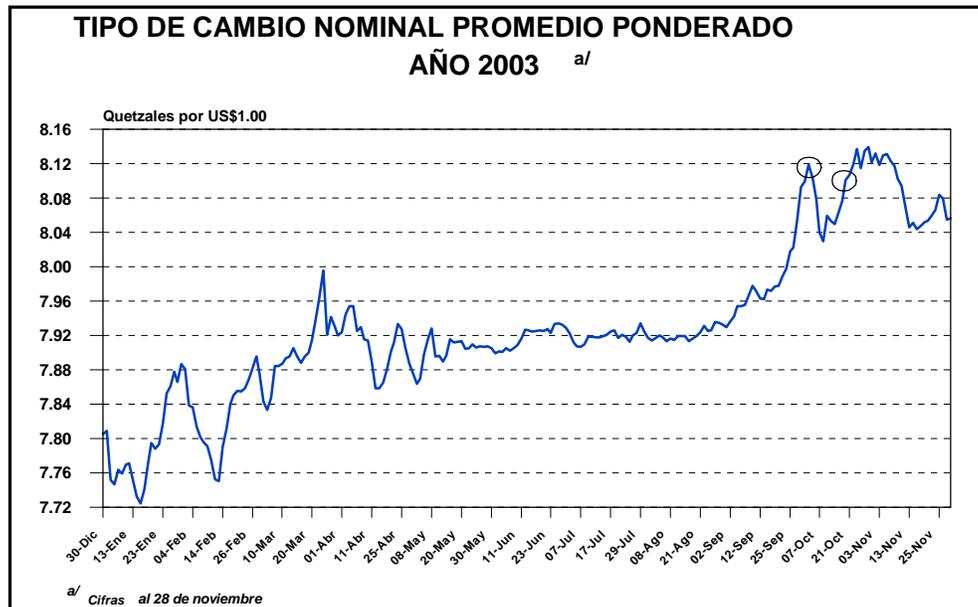
5. Tipo de cambio

a) Tipo de cambio nominal

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 determina que 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. En ese sentido, el Banco de Guatemala, de conformidad con dicha política, únicamente podría participar en el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad en el tipo de cambio, así como con el de adquirir las divisas que requiera el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, para cumplir con sus compromisos externos.

En el contexto descrito, el tipo de cambio promedio de compra y venta en el mercado institucional de divisas, para el periodo comprendido entre el 31 de diciembre de 2002 y el 30 de noviembre de 2003, registró una depreciación de Q0.26 (3.33%) al pasar de Q7.80 por US\$1.00 a Q8.06 por US\$1.00.

Cabe indicar que a lo largo del año las fluctuaciones y el comportamiento estable del tipo de cambio se asocian, por una parte, a factores estacionales y, por otra, a las expectativas positivas de los agentes económicos respecto a la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, en octubre se observó cierta volatilidad en el comportamiento del tipo de cambio, que pudo estar asociada, por un lado, a la necesidad de algunos agentes económicos de demandar divisas a efecto de cubrir pagos por importaciones de fin de año y, por el otro, a la incertidumbre asociada al evento electoral. Lo anterior, dio origen a que el Banco de Guatemala, después de que su última participación en el SINEDI había sido el 11 de noviembre de 2002, volviera a participar en el mercado de divisas en dos ocasiones: la primera, el 2 de octubre, vendiendo US\$7.0 millones; y, la segunda, el 17 de octubre, vendiendo US\$2.8 millones. Dichas participaciones se consideran marginales, si se comparan con el total de compras y ventas transado en el mercado institucional de divisas que, al 30 de noviembre de 2003, ascendieron a US\$11,811.7 millones y US\$11,688.8 millones, respectivamente. Por último, cabe hacer notar que la participación que por US\$9.8 millones tuvo en 2003 el Banco de Guatemala en el mercado cambiario, es la más baja desde que en 1994 se liberalizara el tipo de cambio.



b) Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-

Este indicador mide la relación entre el tipo de cambio nominal y la inflación doméstica con respecto a la de los principales socios comerciales del país y es una medida aproximada de la dirección de cambio en la competitividad de las exportaciones.

A noviembre, el ITCER experimentó una apreciación en términos interanuales de 1.0%, menor a la observada en el mismo periodo del año anterior (7.6%)²⁶. Dicho comportamiento obedece, principalmente, al mayor ritmo de crecimiento de los precios en Costa Rica y en Honduras con respecto a la inflación guatemalteca, a la depreciación observada del quetzal respecto al dólar de los Estados Unidos de América, así como a la apreciación registrada en el euro y el yen japonés respecto al dólar de los Estados Unidos de América.

²⁶ Cabe indicar que a diciembre de 2002, el ITCER registró una apreciación de 6.13%.

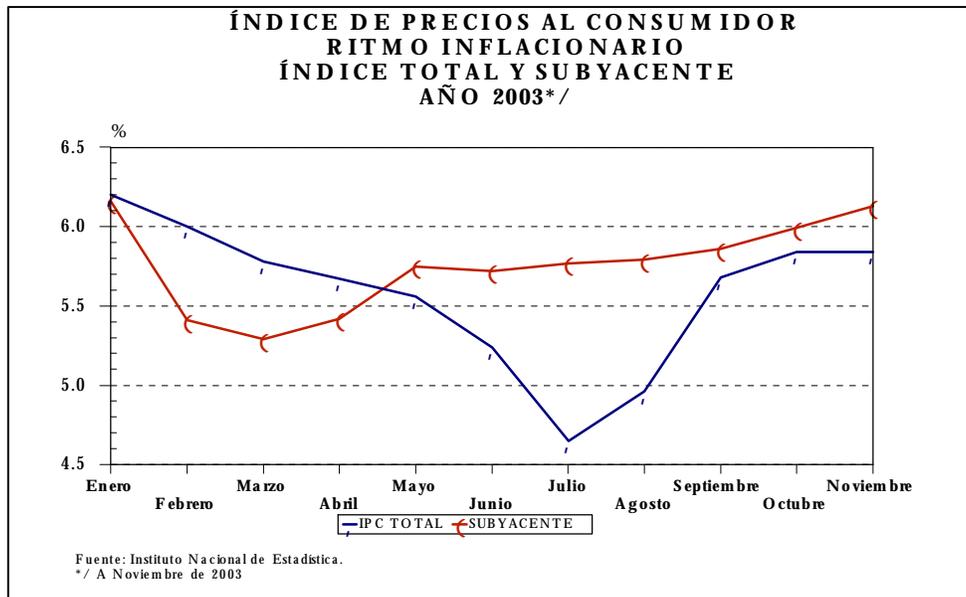


6. Inflación subyacente

En términos generales, la inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye algunos bienes y servicios cuyos precios son altamente volátiles o están sujetos a choques externos. Para el caso de Guatemala, se excluyen los índices de los grupos de gasto *Frutas frescas, secas y en conserva; Hortalizas, legumbres y tubérculos; Gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo; y, Gasolina*, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.04%, respectivamente, para un total de 8.18%.

En tal sentido, la inflación subyacente registró a noviembre de 2003 una variación interanual de 6.13%, superior en 0.29 puntos porcentuales a la inflación total (5.84%).

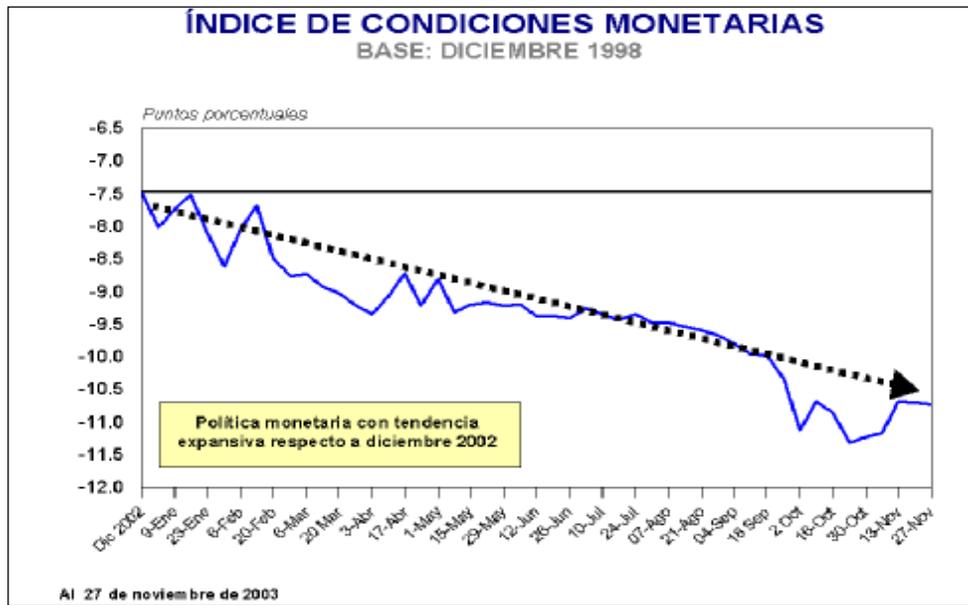
Al comparar la inflación subyacente con el IPC total, se observan dos periodos. El primero, de enero a abril, donde la inflación subyacente fue inferior a la inflación total, como consecuencia, principalmente, del alza en los precios medios de los grupos de gasto *Gasolina y de las Hortalizas, legumbres y tubérculos*; y, el segundo, de mayo a noviembre, donde la inflación subyacente es mayor que el IPC total, debido, principalmente, a la reducción en el precio medio del grupo de gasto *Hortalizas, legumbres y tubérculos*.



7. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias -ICM- es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio respecto a un año base predeterminado. La interpretación del ICM se basa en el concepto de que la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés puede indicar si la política monetaria necesita ser más o menos restrictiva.

Al observar el comportamiento del ICM de diciembre de 2002 a noviembre de 2003, destaca que la depreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por un aumento en la tasa de interés, dejando implícito que la política monetaria fue laxa a lo largo del periodo de análisis, lo cual indica que, al considerar únicamente el citado indicador, hay espacio para restringir dicha política.



V. PROGRAMA MONETARIO

A. ACUERDO *STAND-BY* 2003 CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL -FMI-

1. Aspectos generales

El 18 de junio del presente año entró en vigencia el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para un periodo de 9 meses. Dicho acuerdo, al igual que el de 2002, constituye el respaldo del referido organismo al programa económico del país y es consistente con la estrategia de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria para 2003. En ese sentido, con el cumplimiento de los compromisos del referido acuerdo, por una parte, se persigue apoyar la consolidación de la estabilidad macroeconómica, contribuir a mejorar las expectativas de los agentes económicos, reducir el riesgo país y promover la inversión tanto nacional como extranjera; y, por otra, reafirmar el compromiso de las autoridades monetarias y fiscales de mantener políticas económicas consistentes y coherentes durante 2003.

Para el seguimiento y cumplimiento del programa económico de 2003, el gobierno adquirió de nuevo compromisos específicos en los sectores fiscal, monetario, financiero, externo y de reforma estructural.

En el sector fiscal, el déficit del sector público combinado no debe exceder de 1.7% del PIB, ligeramente por encima de la meta considerada bajo el programa 2002 (1.5%), privilegiando el gasto social.



En el sector monetario, la política monetaria debe continuar orientando sus esfuerzos hacia el control de la inflación y al fortalecimiento de la posición externa del país. En ese sentido, y consistente con la política monetaria vigente, el programa monetario contempla un crecimiento de la emisión monetaria de 8.7% compatible con el crecimiento económico esperado y el objetivo de reducir la inflación a un rango de entre 4% y 6% en 2003; además, se prevé mantener un nivel adecuado de reservas monetarias internacionales netas²⁷ (ganancia de US\$250.0 millones).

En el sector financiero, se contempla continuar con la implementación plena del nuevo marco legal para dicho sector. En particular, las autoridades del país deben orientar esfuerzos al fortalecimiento del sistema financiero regulado y a la incorporación de las entidades fuera de plaza (*off-shore*) al referido sistema. Lo anterior, con el objetivo de fortalecer el marco institucional dentro del cual se desarrolla el mismo, a fin de propiciar un marco legal ágil y flexible que permita continuar impulsando el fortalecimiento de dicho sector.

En el sector externo, el objetivo es mantener el régimen cambiario flexible, en el que el tipo de cambio se determine por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado.

En cuanto a las reformas estructurales, el propósito es introducir cambios tendentes a fortalecer la transparencia y gobernanza en el sector público.

2. Cumplimiento de metas monetarias al 31 de marzo, al 30 de junio y al 30 de septiembre

El Acuerdo *Stand-By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional para 2003 contiene un conjunto de criterios de desempeño en los sectores monetario y fiscal que deben cumplirse trimestralmente, los cuales, para el primer trimestre del año fueron indicativos.

En ese contexto, el Banco Central debía cumplir con dos criterios de desempeño: el primero, se refiere a un piso de reservas monetarias internacionales (RIN) por un monto de US\$2,247.0 millones para el 31 de marzo, de US\$2,330.0 millones para el 30 de junio²⁸ y de US\$2,640.0 millones para el 30 de septiembre y, el segundo, corresponde a un techo de Activos Internos Netos (AIN) por Q8,430.0 millones para el 31 de marzo, de Q9,475.0 millones para el 30 de junio²⁹ y de Q12,180.0 millones para el 30 de septiembre.

Al 31 de marzo, al 30 de junio y al 30 de septiembre, las RIN

²⁷ El criterio del FMI en cuanto al saldo de las RIN, difiere ligeramente del concepto utilizado en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, porque excluye, entre otros, el encaje en moneda extranjera de los bancos del sistema.

²⁸ Cifra ajustada, derivado de que para el segundo trimestre se contemplaba la colocación de Bonos del Tesoro con no residentes por un monto de US\$563.0 millones, situación que al no haberse concretado, hizo necesario realizar un ajuste en el referido criterio de desempeño de un monto original de US\$2,730.0 millones, al monto indicado de US\$2,330.0 millones.

²⁹ Cifra ajustada, derivado de que por lo comentado en la nota anterior, los AIN se ajustaron por el equivalente en quetzales de la colocación de Bonos del Tesoro; es decir, que el monto original de Q12,675.0 millones se ajustó a Q9,475.0 millones.



superaron la meta en US\$90.0 millones, en US\$121.0 millones y en US\$227.0 millones, respectivamente, en tanto que para las mismas fechas, los AIN se situaron por debajo del techo previsto en Q782.0 millones, Q369.0 millones y Q709.0 millones, respectivamente.

En los resultados mencionados contribuyó la posición neta del gobierno central con el Banco de Guatemala, la que, para los mismos trimestres, se ubicó por abajo del límite máximo en Q1,100.0 millones, Q452.0 millones y Q111.0 millones, respectivamente, aspecto que evidencia el apoyo que la política fiscal brindó a la política monetaria en los primeros nueve meses del presente año.

METAS MONETARIAS DEL ACUERDO *STAND-BY* CON EL FMI EN 2003

	PRIMER TRIMESTRE (indicativas)			SEGUNDO TRIMESTRE			TERCER TRIMESTRE			DICIEMBRE
	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia	Meta
RIN (En millones de US\$)	2,247	2,336	90	2,330	2,451	121	2,640	2,867	227	2,528
AIN (En millones de Q.)	-8,430	-9,212	-782	-9,475	-9,844	-369	-12,180	-12,889	-709	-9,346
Depósitos del Gobierno Central (En millones de Q.)	-3,884	-4,994	-1,110	-5,851	-6,303	-452	-7,976	-8,087	-111	-7,384

B. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO

Para la revisión del programa monetario es necesario analizar los desvíos que se evidenciaron entre las cifras del programa y las observadas al finalizar el tercer trimestre. Al 30 de septiembre del presente año, las reservas monetarias internacionales netas aumentaron US\$607.0 millones, superando en US\$241.0 millones la meta propuesta. Dicho exceso se debió, principalmente, a mayores ingresos del gobierno central (por colocación de Bonos del Tesoro con no residentes) y al ingreso no previsto de divisas provenientes de desinversiones que en el extranjero realizó el IGSS, así como a la revaluación del oro.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2003
Al 30 de septiembre de 2003
Flujos en millones de quetzales

CONCEPTO	OBSERVADO	PROGRAMADO	DESVIACIÓN
	A	B	B-A
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	4855	2927	-1928
US\$	607	366	-241
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-4807	-3957	850
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-3951	-2657	1294
1.1. Gobierno Central	-3189	-3075	115
1.2. Resto sector público	-761	418	1179
2. Posición con bancos y financieras.	1732	510	-1221
2.1. Crédito a bancos y financ.	-63	-54	9
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1794	565	-1230
3. Otros activos netos	703	1096	393
3.1. Gastos y productos	791	787	-4
3.2. Activos netos no clasificados	-88	310	398
4. Operaciones de mercado abierto	-3291	-2436	855
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	0	-471	-471
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	48	-1030	-1078

Por su parte, los activos internos netos (AIN) del Banco de Guatemala disminuyeron Q4,807.0 millones, superando la meta programada en Q850.0 millones. El principal factor que incidió para superar esta meta fue el hecho de que el IGSS trasladó al Banco de Guatemala recursos que tenía invertidos tanto en instituciones financieras nacionales como extranjeras, lo que permitió que el saldo de los depósitos del resto de entidades públicas no financieras contribuyeran a reducir los AIN en Q1,179.0 millones. Otro factor de contracción fue el nivel que alcanzaron las operaciones de mercado abierto, las cuales se situaron en Q384.0 millones por arriba de lo programado. Cabe indicar que tanto las operaciones de mercado abierto como los depósitos del resto de entidades públicas contribuyeron, en parte, a esterilizar la monetización generada por el ingreso extraordinario de divisas por el equivalente a Q1,928.0 millones y por el uso de los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por Q1,230.0 millones.

El comportamiento de los depósitos del gobierno central constituyó otro factor en el cumplimiento de la meta de AIN. Al respecto, al 30 de septiembre del presente año, los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala habían superado en Q115.0 millones la meta prevista.



Por último, es importante indicar que la emisión monetaria observada se desvió de la programada en Q1,078.0 millones, lo cual fue producto, principalmente, de la monetización externa generada por el incremento de los activos externos del Banco de Guatemala.

Tomando en cuenta el comportamiento de las variables monetarias observado a noviembre, la estimación del desenvolvimiento del sector real, así como la tendencia de las variables fiscales y de balanza de pagos, a continuación se presenta la estimación para el último trimestre de 2003 y del cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.

**PROGRAMA MONETARIO 2003
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES**

CONCEPTO	I	II	III	IV	TOTAL 2003
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	469	1007	3379	-1499	3354
US\$	59	126	422	-187	420
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-990	-717	-3100	3110	-1697
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	341	-1479	-2813	1685	-2266
1.1. Gobierno Central	-96	-1309	-1784	1289	-1900
1.2. Resto sector público	438	-170	-1029	396	-366
2. Posición con bancos y financieras.	1083	-22	670	-1281	450
2.1. Crédito a bancos y financ.	-53	-1	-9	-2	-65
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1137	-21	678	-1279	515
3. Otros activos netos	480	325	-102	770	1474
3.1. Gastos y productos	448	183	160	258	1049
3.2. Activos netos no clasificados	32	142	-262	513	425
4. Operaciones de mercado abierto	-2895	459	-855	0	-3291
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	0	0	0	1936	1936
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-521	290	280	1611	1660

Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaba que en el cuarto trimestre las RIN se reduzcan en US\$187.0 millones por lo que, dadas las cifras observadas de los primeros tres trimestres, al finalizar el año se esperaba un aumento de US\$420.0 millones, con lo cual se estaría superando la meta de RIN.

Consistente con el comportamiento de las RIN, los AIN del Banco de Guatemala monetizarían en Q3,110.0 millones en el cuarto trimestre, mientras que se espera que al cierre del año se reduzcan en Q1,697.0 millones. Cabe indicar que con este resultado de los AIN del Banco de Guatemala se estaría cumpliendo con la meta establecida para esta variable.



Por otra parte, se espera que el gobierno central utilice Q1,289.0 millones de sus depósitos en el banco central. De esa cuenta, al finalizar el año, la desmonetización generada por el gobierno central sería de Q1,900.0 millones. Adicionalmente, se espera que al finalizar el año el resto de las entidades públicas hayan desmonetizado Q366.0 millones, con lo cual la desmonetización generada por el sector público consolidado sería de Q2,266.0 millones.

En cuanto a la posición de los bancos del sistema se espera que durante el cuarto trimestre, dichas entidades aumenten sus depósitos en el banco central en Q1,281.0 millones, ello como consecuencia del crecimiento estacional que durante el último trimestre registren las captaciones bancarias. En consecuencia, se esperaría que los bancos hayan generado una monetización de Q450.0 millones.

A la luz de las actuales condiciones de tasas de interés con que se han venido realizando las operaciones de mercado abierto, se revisó el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia estimando que para el cuarto trimestre, dicho costo sería de Q258.0 millones, lo que significaría un costo acumulado de Q1,049.0 millones, al finalizar el año.

Consistente con la demanda de emisión monetaria de Q1,611.0 millones y con la pérdida de RIN por el equivalente de Q1,499.0 millones, en el cuarto trimestre sería necesaria una inyección de liquidez de Q1,936.0 millones, lo cual significaría que dado el nivel alcanzado por las operaciones de mercado abierto, el saldo de estas tendría que disminuir por ese monto.

Finalmente, cabe indicar que al finalizar el año el saldo de las operaciones de mercado abierto totales se ubicaría en Q13,333.1 millones, del cual Q9,965.3 millones corresponde a las realizadas con el sector privado.