

PRIMERA PARTE

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2004

I. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2003 del 23 de diciembre de 2003, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004, orientada, principalmente, a consolidar la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En este sentido, el objetivo fundamental de la referida política, que es promover la estabilidad en el nivel general de precios, se manifestó en una meta de inflación para fin de año establecida en un rango de entre 4% y 6%.

Para el logro del objetivo fundamental de la política monetaria, así como para evitar la volatilidad en los mercados de dinero y cambiario, se identificaron las principales condicionantes que debían preverse por parte del Banco Central en la ejecución de dicha política, siendo éstas la consolidación de la disciplina fiscal, la estabilidad y crecimiento económico, el mantenimiento de la disciplina monetaria, la consolidación en la implementación de la nueva legislación financiera y las expectativas derivadas de la reactivación de la economía mundial.

II. ASPECTOS CUALITATIVOS

Inflación. Durante 2004, la política monetaria se ejecutó en presencia, en el orden externo, de una notable mejora en las expectativas de recuperación de la economía mundial, la cual se estima que crecerá a la tasa más alta de los últimos 20 años, comportamiento que se asocia a una recuperación más dinámica prevista para la economía de los Estados Unidos de América y a un fuerte dinamismo en la región asiática; y, en el orden interno, del apoyo que la política fiscal brindó a la política monetaria, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado, así como de la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada no sólo de la citada recuperación de la economía global, sino también de la finalización del evento electoral y, por lo tanto, de la incertidumbre asociada al mismo. No obstante estos aspectos positivos, durante el año también se observaron varios eventos adversos para la efectividad de la política monetaria, de los cuales el fundamental y determinante fue el comportamiento al alza de los precios internacionales del petróleo, que influyó de manera importante para que la inflación importada¹ registrada fuera mayor a la observada en los últimos 3 años. Sobre el particular se tiene que, a nivel de bienes y servicios que componen la canasta del IPC, el gas propano, las gasolinas y la energía eléctrica fueron los principales rubros que evidenciaron el alza de los precios del petróleo. Cabe indicar que la inflación importada ejerció sus mayores efectos en la inflación de los meses de mayo, septiembre, octubre y noviembre, meses en los que, después del mes de enero, se registraron las tasas

¹ Se entiende por inflación importada al aumento de la inflación derivado del incremento de precios en las materias primas y productos intermedios importados (inflación de costos), así como de bienes finales importados.



inflacionarias más altas del año (0.83%; 0.78%; 0.98%; y, 0.99%, respectivamente). En particular, la inflación de mayo interrumpió la tendencia descendente que en la inflación mensual se venía observando desde enero del presente año. Otro factor adverso a la efectividad de la política monetaria fue la formación de expectativas inflacionarias de los agentes económicos², las que, además de asociarse al citado comportamiento de la inflación importada, se derivaron de los efectos que en el comportamiento de la inflación tuvieron los excedentes de liquidez primaria originados desde mayo de 2003, los cuales, no obstante los esfuerzos de estabilización monetaria realizados durante el referido año, se extendieron al presente año. Por otra parte, también es dable indicar que las referidas expectativas inflacionarias pudieron haber sido alentadas por cierta incertidumbre asociada a la situación de las finanzas públicas, la cual se observó durante todo el primer semestre. En efecto, a pesar de la fuerte restricción del gasto público observada durante dicho semestre y del reiterado anuncio del compromiso gubernamental de ejecutar en 2004 un déficit fiscal no mayor al 2% del producto interno bruto, la forma en que se cerraría la brecha entre el ingreso y el gasto público se despejó hasta el 29 de junio, cuando el Congreso de la República aprobó las reformas a las leyes impositivas, que entraron en vigencia al inicio del segundo semestre del año.

En el contexto descrito, la dominancia de los factores adversos para la efectividad de la política monetaria, en especial el impacto de la inflación importada derivada del shock de los precios internacionales del petróleo, fue determinante para que la inflación haya registrado un comportamiento al alza durante 2004. En efecto, de conformidad con el Índice de Precios al Consumidor elaborado por el Instituto Nacional de Estadística, luego de registrar un crecimiento interanual de 5.85% a diciembre de 2003, el ritmo inflacionario se ubicó en 9.22% a noviembre de 2004, superior en 3.38 puntos porcentuales al observado a noviembre de 2003 (5.84%) y situándose por encima del rango de entre 4% y 6% establecido como meta para fin de año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente. En este contexto, se estima que para diciembre de 2004 el ritmo inflacionario se ubique en 9.3%.

Conviene hacer hincapié en que la inflación importada ha incidido significativamente en el comportamiento de la inflación total, ya que del 9.22% del ritmo inflacionario a noviembre de 2004, 2.81 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada y 6.41 puntos porcentuales a la inflación doméstica. En este sentido, si se toma en cuenta que el promedio histórico reciente de la incidencia de la inflación importada en el IPC total es de 0.47 puntos porcentuales, se tiene que a noviembre de 2004 existe un exceso de inflación importada de 2.34 puntos porcentuales, lo que sugeriría que en ausencia de dicho exceso, el ritmo inflacionario a octubre se ubicaría en 6.88%.

² Como referencia, de conformidad con los resultados de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Panel de Expertos Económicos, a partir de febrero la inflación esperada para diciembre de 2004 registró un comportamiento ascendente, al pasar de 6.39% en febrero a 8.46% en noviembre.



Ejecución de la Política Monetaria. En presencia del alza en el precio internacional del petróleo y dado que la incertidumbre que en relación a la evolución futura de los precios se extendió durante el transcurso del año, se evidenció la necesidad de tomar acciones de política monetaria orientadas a abatir las expectativas inflacionarias observadas, aunque la gestión monetaria, a fin de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas, debió ejecutarse con prudencia, en razón de que, por un lado, no obstante que la actividad económica se está recuperando, su ritmo de crecimiento aún es insuficiente para contribuir efectivamente al objetivo de desarrollo del país y, por el otro, porque desde inicios del mes de abril se registró un comportamiento abrupto del tipo de cambio nominal hacia la apreciación.

En ese contexto, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con base en los lineamientos contenidos en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria, ajustó en tres oportunidades la tasa de interés de los Certificados de Depósitos a Plazo –CDPs- a 28 días-plazo, aumentándola el 15 de marzo de 4.50% a 4.75%, el 13 de abril a 5.25% y el 8 de junio a 5.63%. Asimismo, tomando en cuenta que los efectos inflacionarios del incremento del precio internacional del petróleo seguían manifestándose en el segundo semestre del año y que ello podía incidir en la expectativas de los agentes económicos, y ante el dilema que implicaba la insuficiencia de crecimiento económico y la acelerada apreciación del tipo de cambio nominal, el Comité de ejecución del Banco de Guatemala, el 10 de septiembre, acordó elevar moderadamente la tasa de interés que reconoce por las inversiones en CDPs para el plazo de 182 días, aumentándola de 6.05% a 6.15%, mientras que el 18 de octubre elevó de 5.85% a 6.10% la tasa de interés del plazo de 91 días. Por lo indicado, los referidos ajustes persiguieron, por un lado, evitar que las presiones inflacionarias derivadas del alza de los precios internacionales del petróleo se contagiaran a todos los sectores de la economía (efecto de segunda vuelta) y, por el otro, atacar las expectativas inflacionarias enviando un mensaje a los agentes económicos acerca del compromiso del banco central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.

Lo anterior evidencia que durante el año la autoridad monetaria debió mantenerse atenta a la evolución de la tasa de inflación y de las variables indicativas de dicha política, tomando en cuenta, por un lado, el componente exógeno del alza en los precios del petróleo y, por el otro, la evolución de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, todo ello con el fin de que se continuaran adoptando las acciones que permitieran moderar el comportamiento de los precios.

Sector Externo. En lo que concierne al sector externo, las *reservas monetarias internacionales netas*, al 30 de noviembre, se situaron en US\$3,447.9 millones, monto superior en US\$528.6 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2003 y que representa 5.1 meses de importaciones de bienes, lo que denota la solidez de la posición externa del país.



En materia de *tipo de cambio*, éste mostró estabilidad durante el primer trimestre del año, para luego registrar una abrupta tendencia hacia la apreciación, aspecto que hizo que, de conformidad con los lineamientos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, el Banco Central participara en el mercado cambiario comprando divisas por US\$305.7 millones³ a fin de evitar volatilidad en la referida variable y, de esta manera, evitar distorsiones innecesarias en la eficiencia de la asignación de recursos de la economía. En este contexto, cabe indicar que durante el primer trimestre del año el tipo de cambio⁴ se depreció Q0.05 (0.6%), al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo del presente año, comportamiento que se asoció a factores estacionales; mientras que en el periodo abril-noviembre dicha variable se apreció Q0.34 (4.21%), alcanzando los Q7.75 por US\$1.00 el 30 de noviembre. El comportamiento del tipo de cambio en este periodo se asoció a flujos de capital de naturaleza temporal⁵, los cuales derivaron de una sobreabundancia de dólares de los Estados Unidos de América en los mercados internacionales, y coincidieron a principios del segundo trimestre del año con la tendencia estacional a la apreciación propia del referido periodo, la cual se vio reforzada por los pagos en el mercado doméstico de Bonos del Tesoro expresados en moneda extranjera. En adición a ello, la conjunción de estos factores resultó en la formación de una especulación desestabilizadora que exacerbó la apreciación en la referida variable.

Dada la coyuntura de apreciación del tipo de cambio nominal, y en el marco de los lineamientos aprobados en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la participación en el mercado cambiario, el Banco de Guatemala, tomando en consideración el precio de la moneda estadounidense, adquirió divisas en el SINEDI por un monto de US\$51.0 millones con el objetivo de pagar anticipadamente una parte de su deuda externa.

Tasas de interés y Crédito al Sector Privado. Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, durante el primer trimestre continuaron con su tendencia estable y hacia la baja, al pasar de 14.11% y 4.52% el 31 de diciembre de 2003, a 13.91% y 4.40% el 31 de marzo de 2004, respectivamente. Durante el resto del año la tasa activa continuó reduciéndose hasta situarse en 13.56% el 25 de noviembre, mientras que la tasa pasiva aumentó moderadamente hasta situarse, a esa misma fecha, en 4.54%, lo que sugiere también que durante el año se registró una moderada reducción del spread bancario. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto se ha mantenido, en promedio, en alrededor de 2.7% anual.

En lo que concierne al crédito bancario al sector privado, al 25 de noviembre éste exhibió una tasa de crecimiento interanual de 13.5%, la cual se

³ Adicionalmente, el Banco de Guatemala compró US\$51.0 millones para pagar anticipadamente parte de la deuda externa de la institución, por lo que el total comprado en el SINEDI fue de US\$356.7 millones.

⁴ Se refiere al tipo de cambio promedio de compra y venta en el mercado institucional de divisas.

⁵ En anexo 1 se presenta un ejercicio relativo a los flujos de capital en Guatemala durante el periodo 1997-2004.



ubica en el límite superior del rango previsto por la política monetaria vigente (11.5% -13.5%).

Finanzas Públicas. Al 31 de octubre de 2004, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, se observó un déficit fiscal de Q573.5 millones, monto menor en Q2,520.0 millones al registrado en igual periodo de 2003 (Q3,093.5 millones). Este resultado obedece principalmente a la contención del gasto público, el cual se situó en Q2,421.6 millones por debajo del monto observado a octubre de 2003, lo que representa una disminución de 11.3% en dicha variable; y, complementariamente, al incremento de los ingresos totales, los cuales fueron mayores en Q98.4 millones a los registrados a octubre del año anterior, lo que significa un aumento de 0.5% en la recaudación fiscal. Este comportamiento del fisco permitió que, al 30 de noviembre, los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala fueran superiores en Q874.5 millones con respecto al nivel programado, lo que evidencia el significativo apoyo que la política fiscal brindó a la política monetaria. En particular, el citado comportamiento desmonetizante del gobierno central, complementado con un comportamiento también desmonetizante del resto del sector público, coadyuvaron a neutralizar la liquidez primaria generada por la monetización externa que fue necesaria para evitar la volatilidad en el mercado cambiario.

Por último, cabe indicar que los esfuerzos implementados para fortalecer la estabilidad macroeconómica se orientaron a crear un ambiente de certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomaran decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, 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 2004

1. Aspectos generales

La desaceleración que el ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional había venido manifestando desde 1999 se revirtió en 2004, año en que el Producto Interno Bruto -PIB- en términos reales se estima crecerá 2.7%, tasa superior a la registrada el año anterior (2.1%). 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%), pero superior por primera vez en los últimos cuatro años -aunque marginalmente- a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)⁶. Dicho comportamiento se fundamenta, en el orden externo, en el mayor crecimiento previsto tanto para la economía de los Estados Unidos de América, como para la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala⁷ (con excepción de Costa Rica); en el orden interno, el crecimiento real

⁶ Estimación realizada por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, con base en el Censo de Población 2002.

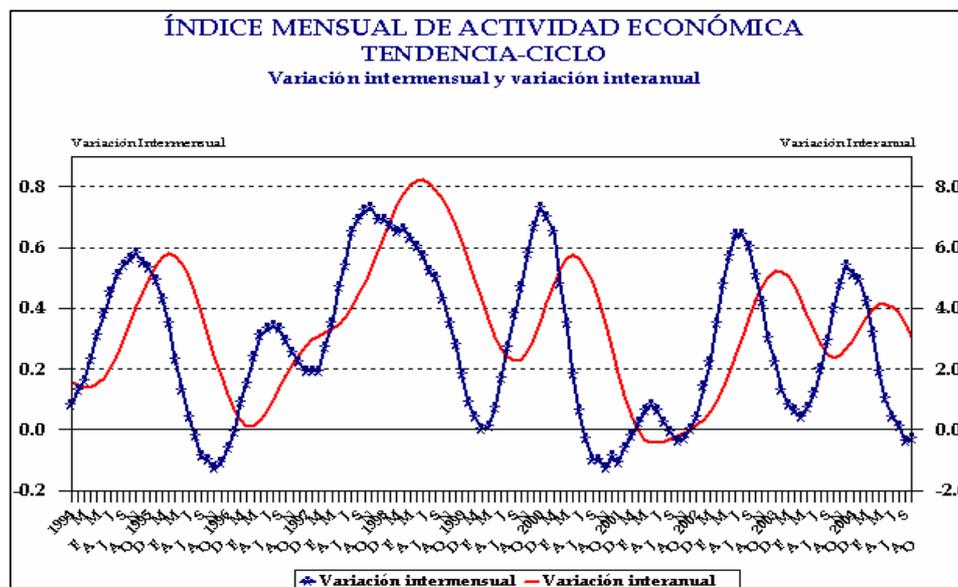
⁷ Estados Unidos de América (4.3% para 2004 y 3.0% en 2003); México (4.0% para 2004 y 1.3% en 2003); El Salvador (2.0% para 2004 y 1.8% en 2003); Honduras (3.8% para 2004 y 3.2% en 2003); Costa Rica (3.8% para 2004 y 5.6% en 2003); y, Nicaragua (3.7% para 2004 y 2.3% en 2003), entre otros, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional -FMI-.



fue favorecido por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y por la menor incidencia de factores adversos de naturaleza extraeconómica⁸.

Cabe indicar que si bien el precio internacional del petróleo se constituyó en un factor adverso a la actividad productiva nacional, el impulso de la economía global, que crecerá al ritmo más alto de los últimos veinte años, como consecuencia, por una parte, de las mejores expectativas de crecimiento de los Estados Unidos de América; y; por la otra, del crecimiento previsto del comercio de bienes y servicios⁹, fue un factor fundamental que coadyuvó al inicio de la recuperación de la economía guatemalteca.

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, después de mostrar una aceleración entre noviembre de 2003 y junio de 2004, empezó a desacelerarse hasta alcanzar una variación interanual de 3.06% en octubre de 2004, por lo que su comportamiento en los próximos meses determinará si dicha desaceleración es temporal.



Por su parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹⁰, el Índice de Expectativas Empresariales de Producción¹¹ muestra una leve disminución al pasar de 70.7 en el primer semestre de 2004 a 67.9 en el segundo semestre del año. Sin embargo, este índice es mayor al

⁸ Factores cualitativos que generan incertidumbre en la actividad económica, por ejemplo, los factores de riesgo político que empresas de prestigio internacional calificadoras de riesgo 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.

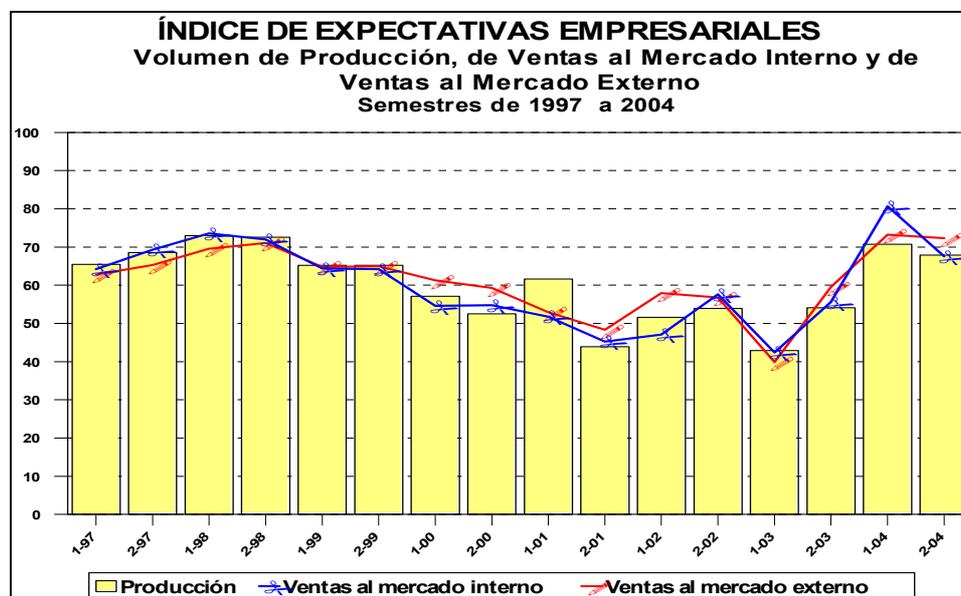
⁹ En 2004 se prevé que el crecimiento del comercio mundial sea de 8.8% superior al observado en 2003, que fue de 5.1%.

¹⁰ En 2004, la primera encuesta del año se llevó a cabo en el periodo marzo-abril y la segunda en el periodo septiembre-octubre. La muestra incluye 400 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

¹¹ 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 2004 estos porcentajes fueron de 54.5% y 13.1%, en el mismo orden, en tanto que en la segunda encuesta fueron de 50.0% y 14.3%, respectivamente.

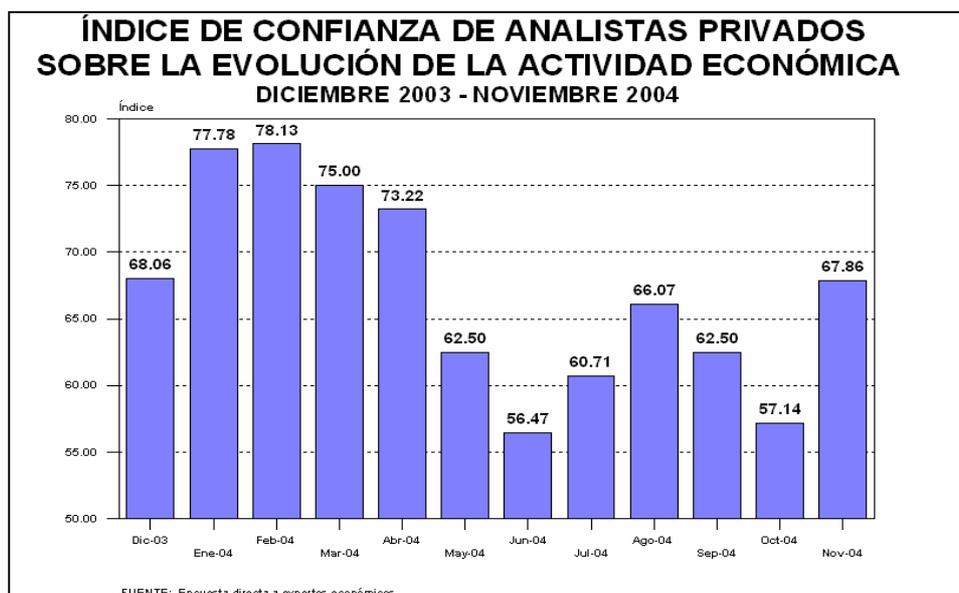


registrado en el primero y segundo semestres de 2003 (42.9 y 54.1, respectivamente). Asimismo, cabe indicar que de conformidad con la encuesta indicada, comportamiento similar se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo.

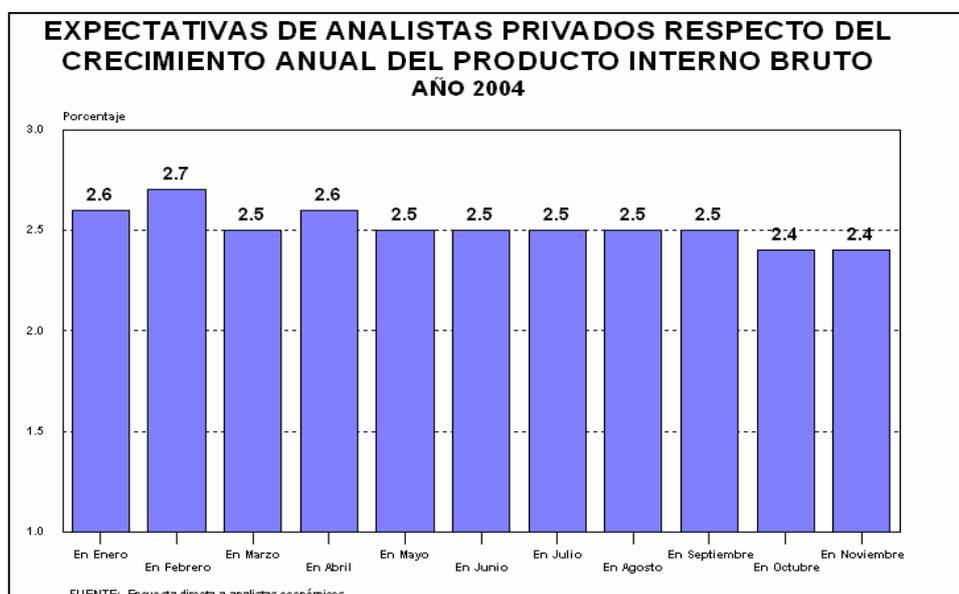


De acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica de Analistas Privados¹², las expectativas de reactivación económica durante los primeros cuatro meses del año se mantuvieron por encima de lo registrado en diciembre de 2003. En contraste, en los meses posteriores, de mayo a noviembre el referido índice se situó un tanto por debajo del nivel observado en diciembre del año previo, aunque se observa que en el mes de noviembre empezó a recuperarse.

¹² El Índice de Confianza de la Actividad Económica de Analistas Privados tiene el propósito de medir la percepción de los analistas económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas del panel de expertos económicos nacionales e internacionales, son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación -EEI-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su página de Internet.



Otro indicador que deriva de la opinión del panel de expertos económicos es el relativo a la estimación de crecimiento del producto interno bruto. En este sentido, según la Encuesta de Expectativas de Inflación del mes de noviembre, el PIB crecería a una tasa de 2.4% para 2004 (2.1% en 2003).



2. Producto interno bruto por el origen de la producción

Por el lado del origen de la producción, para 2004 se prevé un comportamiento positivo en la mayoría de los sectores productivos, con excepción del de *explotación de minas y canteras; construcción; y, administración pública y defensa*. En todo caso, se espera que todos los sectores registren tasas de crecimiento más dinámicas que las observadas el año anterior.



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 estima que ésta experimente un mayor dinamismo con relación al año anterior, al mostrar una tasa de crecimiento de 3.4%, superior a la de 3.0% registrada en 2003. 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 frijol, la menor producción de maíz y al estancamiento de la producción de café, será influenciado positivamente por el incremento en la producción de banano, cardamomo, caña de azúcar y frutas y hortalizas.

En el caso de la producción de café, con base en información proporcionada por la Asociación Nacional del Café –ANACAFÉ–, se prevé una producción de 4,600.0 miles de quintales en 2004, igual a la registrada el año anterior, comportamiento que se explica, principalmente, en el orden externo, por la sobreoferta de este producto a nivel mundial y por los bajos precios del grano en el mercado internacional; y, en el orden interno, por la menor atención a las labores culturales.

La producción de cardamomo, por su parte, de acuerdo con información proporcionada por la Asociación de Cardamomeros de Guatemala –CARDEGUA–, se estima en 763.0 miles de quintales para 2004, 17.3% más que en el año anterior, comportamiento que se asocia a una mayor recolección por parte de algunos agricultores y a condiciones climatológicas favorables. Cabe mencionar que de acuerdo con las estadísticas de comercio exterior a octubre de 2004, se registró una disminución en el volumen exportado de cardamomo (-1.0%), a pesar del aumento observado en el precio medio por quintal del aromático en el mercado internacional, al pasar de US\$118.93 a US\$122.01 de enero a octubre de 2003 y 2004, respectivamente.

En cuanto a la producción de frutas y hortalizas, se estima un incremento de 2.0% y 3.5%, respectivamente (2.8% y -3.6% en 2003, en su orden), resultado influenciado, principalmente, por la recuperación esperada de la demanda proveniente de los 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 23,500.1 miles de quintales, registrando un crecimiento de 0.5% (1.0% en 2003) y que la producción de frijol alcance 2,000.0 miles de quintales, registrando una caída de 5.1% (1.0% de incremento en 2003). El comportamiento menos dinámico en el caso del maíz y la caída prevista en el caso del frijol, se deben a la sequía que afectó al oriente del país.

Con respecto a la producción de caña de azúcar, se prevé un crecimiento de 6.6% (3.4% de caída en 2003). 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 2003/2004 (comprende de noviembre de 2003 a octubre de 2004) se espera una producción de 378.3 millones de quintales de caña de azúcar, cifra superior en 23.4 millones de quintales a la registrada en la zafra 2002/2003 (354.9 millones de quintales). El incremento en la producción del edulcorante se explica, principalmente, por un mayor rendimiento esperado de caña por manzana sembrada, asociado a las condiciones climáticas favorables en las zonas productoras.

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 22,688.6 miles de quintales, registrando un crecimiento de 8.8% con respecto al año anterior (caída de 3.7% en 2003). La mayor producción del fruto responde al inicio de la fase de producción en las nuevas plantaciones del área sur del país, las que se establecieron 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 2.1%, superior al observado en 2003 (1.0%). El comportamiento más dinámico de la industria se asocia, entre otros factores, a la recuperación esperada de los mercados estadounidense y centroamericano, ante un mejor desempeño de sus economías. 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 un crecimiento de 14.7% (-1.9% en 2003), como resultado de un crecimiento de 20.9% (5.6% de caída en 2003) en las ventas hacia Centroamérica y de un crecimiento de 4.1% en las exportaciones al resto del mundo¹³ (5.2% de crecimiento en 2003).

Por su parte, a octubre de 2004 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, un incremento de 14.1%, contrario a la caída de 1.4% observada a octubre de 2003; en tanto que las importaciones de bienes de capital para la industria crecieron 16.8% (9.5% de caída a octubre de 2003).

En lo que respecta al *sector comercio* al por mayor y al por menor, se estima un crecimiento de 3.5%, superior al observado el año previo (2.1%), asociado al mayor dinamismo en el ritmo de crecimiento en los sectores agrícola e industrial, así como al comportamiento más dinámico esperado de las importaciones de bienes.

¹³ Incluye a los Estados Unidos de América.



El sector *minas y canteras* se prevé que registre una caída de 9.1% (1.6% de crecimiento en 2003). De conformidad con información del Ministerio de Energía y Minas, este comportamiento está determinado, principalmente, por la contracción esperada de 19.6% en la producción de petróleo (0.3 de crecimiento en 2003).

En cuanto al sector *electricidad y agua*, se espera que su producción registre un aumento de 5.8%, después de un incremento de 4.5% observado en 2003. Este mayor dinamismo se explica, principalmente, por un aumento en la generación total de energía eléctrica. Cabe indicar que, según información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, a octubre de 2004 se registró una generación de 5,900.1 miles de MWH, volumen que implica un aumento de 6.3% respecto al del mismo periodo del año anterior (4.9% en 2003). En dicho comportamiento ha influido, por una parte, la producción de electricidad para el consumo interno, la que se incrementó en 6.0%, al pasar de 5,197.4 miles de MWH a octubre de 2003 (crecimiento de 4.8%) a 5,510.9 miles de MWH a octubre de 2004 y, por la otra, al incremento en las ventas de energía eléctrica a El Salvador, las que aumentaron en 10.5%, al pasar de 352.1 miles de MWH a octubre de 2003 (crecimiento de 5.3%) a 389.0 miles de MWH a octubre de 2004.

La producción del sector *construcción* se estima que registrará una disminución de 15.7% (2.2% de caída en 2003). Este resultado se explicaría por la caída de 29.8% que se espera en la construcción pública (6.2% de caída en 2003), comportamiento asociado a la restricción en la ejecución presupuestaria aplicada en el rubro de inversión (recorte de un 20.0% aplicado al presupuesto de gastos del gobierno central); esta contracción será parcialmente contrarrestada por un crecimiento de 8.8% que se espera en la construcción privada (5.7% en 2003).

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se espera que crezca 8.6% en 2004 (5.4% en 2003), comportamiento determinado, principalmente, por el crecimiento de 14.6% en el subsector comunicaciones (9.2% en 2003), asociado a la activación de 604,405 nuevas líneas telefónicas (556,235 en 2003).

El sector *banca, seguros y bienes inmuebles* se estima que en 2004 registre una variación positiva de 2.4% (1.5% en 2003), 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 3.0% y 3.8%, respectivamente, similares a las registradas el año anterior (2.9% y 3.5%, en el mismo orden); y, en el caso del sector administración pública y defensa, se estima una caída de 8.5%, mayor a la observada en 2003 (-4.3%).



**ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS 2003 - 2004
(Millones de quetzales de 1958)**

| CONCEPTO | 2003 p/ | 2004 e/ | Tasas de variación | |
|---|----------------|----------------|--------------------|------------|
| | | | 2003 | 2004 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 5,421.4 | 5,565.1 | 2.1 | 2.7 |
| Agricultura, silvicultura, caza y pesca | 1,227.8 | 1,270.1 | 3.0 | 3.4 |
| Explotación de minas y canteras | 29.7 | 27.0 | 1.6 | (9.1) |
| Industria manufacturera | 688.0 | 702.1 | 1.0 | 2.1 |
| Construcción | 91.6 | 77.3 | (2.2) | (15.7) |
| Electricidad y agua | 233.2 | 246.8 | 4.5 | 5.8 |
| Transporte, almacenamiento y comun. | 581.9 | 631.7 | 5.4 | 8.6 |
| Comercio al por mayor y al por menor | 1,346.3 | 1,393.3 | 2.1 | 3.5 |
| Banca, seguros y bienes inmuebles | 269.2 | 275.6 | 1.5 | 2.4 |
| Propiedad de vivienda | 252.6 | 260.2 | 2.9 | 3.0 |
| Administración pública y defensa | 378.8 | 346.4 | (4.3) | (8.5) |
| Servicios privados | 322.3 | 334.6 | 3.5 | 3.8 |

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 e inversión del gobierno, registren en 2004 tasas de crecimiento más dinámicas 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 3.2%, mayor al de 2.4% mostrado en 2003.

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 3.9%, 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 registre una disminución de 12.6%, 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 un crecimiento de 4.0% (-4.0% en 2003), como resultado de un crecimiento de 10.5% en la inversión privada (-2.3% en 2003) y de una contracción de 16.7% en la inversión pública (9.1% de caída en 2003). En el



resultado de la inversión privada influye, principalmente, el alza en la tasa de crecimiento de los bienes de capital importados, la cual pasa de -5.5% en 2003 a 14.1% en 2004. La contracción de la inversión pública está influenciada por la caída en la construcción de carreteras y obras públicas, la cual pasa de -7.8% en 2003 a -17.8% en 2004.

La demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima que registre un incremento de 1.9% (1.6% de crecimiento en 2003). En este sentido, cabe indicar que la demanda externa se verá impulsada por el mejor desempeño previsto de la actividad económica de Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país.

Por el lado de la oferta, las importaciones de bienes y servicios (oferta externa) se estima que registren un crecimiento de 5.2%, mayor al observado el año anterior (3.5%). Cabe señalar que a octubre de 2004 las importaciones en términos de dólares de los Estados Unidos de América registran un incremento de 14.4% (6.1% en 2003). Dicho comportamiento está asociado al mayor 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 capital crecieron 15.5% (-4.3% en 2003); las de materias primas y productos intermedios 15.7% (0.1% en 2003); las de bienes de consumo 13.3% (9.1% en 2003); las de combustibles y lubricantes 13.6% (40.1% en 2003) y las de materiales de construcción 6.1% (4.3% en 2003).

GASTOS DEDICADOS AL PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS 2003 - 2004
(Millones de quetzales de 1958)

| CONCEPTO | 2003 p/ | 2004 e/ | Tasas de variación | |
|--|----------------|----------------|--------------------|------------|
| | | | 2003 | 2004 |
| 1. Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro | 4,373.1 | 4,545.7 | 3.8 | 3.9 |
| 2. Gastos en consumo del gobierno general | 487.8 | 426.2 | -1.2 | -12.6 |
| 3. Formación geográfica bruta de capital fijo | 603.8 | 628.1 | -4.0 | 4.0 |
| Privada | 460.2 | 508.4 | -2.3 | 10.5 |
| Pública | 143.6 | 119.7 | -9.1 | -16.7 |
| 4. Variación de existencias | 190.8 | 239.1 | | |
| GASTO BRUTO DE LA NACION | 5,655.6 | 5,839.1 | 2.4 | 3.2 |
| 5. Exportación de bienes y servicios | 833.7 | 849.2 | 1.6 | 1.9 |
| 6. Menos: Importación de bienes y servicios | 1,067.9 | 1,123.2 | 3.5 | 5.2 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 5,421.4 | 5,565.1 | 2.1 | 2.7 |

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas



B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial en 2004

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) ¹⁴, a pesar de que, por un lado, desde el segundo trimestre de 2004 el ritmo del crecimiento económico se ha desacelerado en Estados Unidos de América, en Japón y en la República Popular China y que, por el otro, durante el año se ha registrado un alza en el precio internacional del petróleo, el cual durante octubre alcanzó su nivel más alto en la historia ¹⁵, el ritmo de la expansión económica mundial continúa excediendo las expectativas en casi todas las regiones y los indicadores sugieren que la expansión global continúa sólida. En este contexto, el FMI estima para 2004 un crecimiento del PIB global de alrededor de 5%, el más alto en los últimos 20 años. Este nivel de crecimiento se ve apoyado por los factores siguientes: políticas macroeconómicas expansivas de la actividad económica; incrementos en la rentabilidad corporativa; incrementos en el efecto riqueza vía el crecimiento del mercado de capitales y de los precios de los bienes raíces; incremento en el nivel de empleo; y, particularmente relevante para los países asiáticos, fuerte crecimiento de la República Popular China.

En Estados Unidos de América el crecimiento se mantuvo generalmente fuerte a inicios del presente año; no obstante, en el segundo trimestre se registró una desaceleración en el ritmo de la actividad económica, reflejando el descenso en el consumo personal, influido por alzas en los precios del petróleo, el débil crecimiento del empleo y una marcada disminución en el gasto en bienes durables. En el sector externo, como resultado de fuertes incrementos en las importaciones, se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ascienda a 5.8% del PIB para el presente año. Por otro lado, cabe indicar que aunque se registraron incrementos en la inversión privada, motivados por el crecimiento en la rentabilidad, todavía se observa sub-utilización de la capacidad instalada y niveles de desempleo mayores a la tasa natural. En este contexto y a pesar de los obstáculos mencionados, se espera que el crecimiento de la economía estadounidense alcance 4.3% en 2004, superando al registrado el año previo (3.0%).

En el área del euro la recuperación ha ido consolidándose cada vez más. En este sentido, según las proyecciones del FMI, se espera que la economía de dicha región crezca 2.2% en el presente año; sin embargo, dicho organismo indica que el ritmo de crecimiento en la región continúa siendo relativamente débil y altamente dependiente de la demanda externa. En particular, la economía de Alemania, la tercera parte de la del área, ha mostrado lentitud en el ritmo de su actividad económica, estimándose para 2004 un crecimiento de 2%, el cual es resultado, por un lado, del bajo crecimiento en el ingreso de los hogares, como consecuencia de ajustes en el mercado laboral y, por el otro, de incrementos en el ahorro como respuesta a futuros cortes en beneficios sociales según la reciente reforma del sistema de pensiones.

¹⁴ FMI World Economic Outlook. Septiembre 2004

¹⁵ Servicio Informativo Bloomberg: el 22 de Octubre de 2004, después de alcanzar una cotización record de US\$55.50 por barril en la sesión de la Bolsa Mercantil de New York, el precio del crudo cerró en US\$55.17.



En Japón la recuperación ha sido vigorosa y para el presente año se espera que la actividad económica crezca 4.4%, a la vez que existen señales de que los problemas de larga duración (la deflación y la debilidad del sector corporativo y financiero) están resolviéndose; por otro lado, Japón enfrenta riesgos asociados a futuros incrementos en el precio del petróleo y a una marcada contracción económica (*hard landing*) en la República Popular China.

Por su parte, las economías emergentes y las de los países en desarrollo continúan experimentando, en general, una recuperación firme en la mayoría de regiones. En los países emergentes de Asia, el crecimiento se espera que sea de 7.3%, impulsado por la fuerte actividad económica tanto de la República Popular China, que se estima crezca en 9.0%, como de India, la cual se prevé que crezca en 6.4%, impulsada por la expansión global y las condiciones monetarias expansivas.

En términos generales, en la región asiática se observa una demanda local fuerte, un superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos y una reducción de la brecha del producto. Por otro lado, las vulnerabilidades de la región se concentran en la coyuntura externa, en particular, en el comportamiento al alza del precio internacional del petróleo, en la baja en los precios de la tecnología de información y en la probable ocurrencia de un *hard landing* (marcada contracción económica) en la economía china, que en particular afectaría las economías asiáticas recientemente industrializadas, las cuales se espera que crezcan 5.5%.

En los países del Hemisferio Occidental¹⁶, la recuperación parece consolidarse y se estima que el crecimiento del PIB será de 4.6%, sustentado en la recuperación global, el incremento en los precios de las mercancías y la recuperación de la demanda doméstica. Dicho comportamiento obedece a las estimaciones de crecimiento de las mayores economías de la región, Brasil y México, cada una de las cuales se estima que crezcan en 4.0%. Por otro lado, la mayoría de países ha tomado ventaja de las recientes condiciones favorables en los mercados financieros para financiar pagos de deudas soberanas y el FMI estima que los principales riesgos que enfrenta la región se concentran en la posibilidad de choques externos, provenientes de la reducción de la actividad económica, que afectaría la demanda externa, así como de futuros incrementos en los precios del petróleo.

En lo que corresponde a los países de Centroamérica, el FMI estima que en 2004 alcanzarán un crecimiento económico de 3.3%, ligeramente superior al de 2003 (3.2%). Asimismo, estima que el incremento en los precios del petróleo

¹⁶ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los países siguientes: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Antillas Holandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



ha impactado el nivel inflacionario del área, el cual, de conformidad con los últimos datos de inflación, se espera alcance 9.4%, superior al de 2003 (5.9%).

Para el Oriente Medio, según el FMI, a pesar de la fragilidad en materia de seguridad, las estimaciones previas sobre el crecimiento del PIB han sido corregidas al alza en respuesta al incremento en la producción y en los precios del petróleo, estimando que la región alcanzará para 2004 un crecimiento de 5.5%, menor al registrado en el año anterior (6.0%). En este sentido, los países exportadores de petróleo crecerían en 5.1%, mientras que los países no productores del crudo lo harían en 3.9%.

En la Comunidad de Estados Independientes, el incremento de la demanda global por petróleo y metales ha dado mayor impulso al fuerte crecimiento que venía registrándose en la región, el cual se estima pasará de 7.8% en 2003 a 8% en 2004. Para Rusia, se estima un ritmo de crecimiento de 7.3%, igual al alcanzado en el año previo. La expansión en los países de Europa Central y del Este también continúa y se estima que la actividad económica crecerá 5.5%, superior en un punto porcentual al crecimiento observado el año previo.

En África, la proyección del crecimiento del PIB para los países del Sub Sahara ha sido corregida al alza, estimándose una tasa de 4.6% para 2004 (la estimación de abril era de 4.2%), principalmente por el crecimiento esperado en Nigeria (4.0%). Dicho comportamiento se explica por la mayor estabilidad macroeconómica, por el fuerte incremento en la producción de petróleo, por la recuperación de la producción agrícola y por una mayor estabilidad política.

Con respecto al comercio global de bienes y servicios, se espera que continúe la recuperación mostrada los últimos dos años alcanzando un crecimiento de 8.8% durante 2004 (5.1% en 2003 y 3.3% en 2002). Según el FMI, el incremento en la demanda global de bienes (*commodities*) ha aumentado los precios de los mismos, resaltando el caso del petróleo y sus derivados, cuyos precios han respondido tanto a la mayor demanda, como a la incertidumbre generada por la inestabilidad política en algunos países exportadores del crudo. Por otro lado, los precios de los bienes (*commodities*) diferentes al petróleo, que se habían incrementado sustancialmente a inicios de 2004, muestran tendencia a la baja, influidos parcialmente por la reducción en el crecimiento de la economía china.

La inflación global, por su parte, después de caer a niveles inusuales a mediados de 2003, se aceleró durante 2004, esperándose que para las economías avanzadas alcance 2.1% (1.8% en 2003) y para otros mercados emergentes y las economías en desarrollo 6.0% (6.1% en 2003), desvaneciéndose así los riesgos de deflación que se observaron en el año previo. En este sentido, cabe indicar que el aumento del ritmo inflacionario se debe, principalmente, al alza en los precios del petróleo.



El desarrollo de los mercados financieros durante 2004 ha sido influenciado por las expectativas generadas por los ajustes en la política monetaria de los Estados Unidos de América. En ese sentido, la reacción de los mercados financieros ante los ajustes en las tasas de interés ha sido ordenada y no ha generado inestabilidad en los sistemas financieros.

En el mercado cambiario, las crecientes expectativas de mayores tasas de interés y el dinamismo del crecimiento en Estados Unidos de América contribuyeron a una moderada apreciación del dólar estadounidense hasta abril del presente año; desde entonces, se registró cierta volatilidad en las principales monedas mundiales, registrándose hasta octubre una ligera depreciación del dólar estadounidense, cuando la tendencia devaluatoria de la moneda norteamericana se aceleró respecto al euro, al yen y a la libra esterlina. En otras áreas, como Asia y Latinoamérica, se han registrado depreciaciones en las monedas locales que básicamente reflejan el deterioro en las condiciones de financiamiento externo.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
EXPECTATIVAS PARA 2004
(Variación Porcentual)**

| CRECIMIENTO ECONOMICO | 2003** | 2004** | 2004*** |
|--|---------------|---------------|----------------|
| Economía mundial | 3.9 | 4.6 | 5.0 |
| Economías avanzadas | 2.1 | 3.5 | 3.6 |
| Estados Unidos de América | 3.0 | 4.6 | 4.3 |
| Área del euro | 0.5 | 1.7 | 2.2 |
| Japón | 2.5 | 3.4 | 4.4 |
| Economías emergentes de Asia* | 7.2 | 7.2 | 7.3 |
| República Popular China | 9.1 | 8.5 | 9.0 |
| Mercados emergentes y países en desarrollo | 6.1 | 6.0 | 6.6 |
| África | 4.3 | 4.2 | 4.5 |
| Medio Oriente | 6.0 | 4.1 | 5.1 |
| Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe) | 1.8 | 3.9 | 4.6 |
| Argentina | 8.8 | 5.5 | 7.0 |
| Brasil | -0.2 | 3.5 | 4.0 |
| Chile | 3.3 | 4.6 | 4.9 |
| México | 1.3 | 3.3 | 4.0 |
| Venezuela | -7.6 | 8.8 | 12.1 |
| Europa Central y del Este | 4.5 | 4.5 | 5.5 |
| Comunidad de Estados Independientes | 7.8 | 6.0 | 8.0 |
| Volumen de Comercio | 5.1 | 6.8 | 8.8 |
| INFLACIÓN | | | |
| Economías avanzadas | 1.8 | 1.7 | 2.1 |
| Estados Unidos de América | 2.3 | 2.3 | 3.0 |
| Área del euro | 2.1 | 1.7 | 2.1 |
| Japón | -0.2 | -0.4 | -0.2 |
| Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe) | 10.6 | 6.2 | 6.5 |
| Economías emergentes de Asia* | 2.5 | 3.8 | 4.3 |
| República Popular China | 1.2 | 3.5 | 4.0 |
| Países de la Comunidad de Estados Independientes | 12.0 | 9.8 | 9.9 |

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

**Fuente:International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, April 2004 .

***Fuente:International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, September 2004



Transición Hacia Regímenes Cambiarios Flexibles -La Experiencia de Países Emergentes en la Década Pasada^a-

Los beneficios de los regímenes cambiarios flexibles se incrementan a medida que las economías se desarrollan e integran más a los mercados financieros globales. Para los países industrializados los tipos de cambio flexibles han generado beneficios macroeconómicos en términos de mejor evolución, tanto en el crecimiento económico como en el nivel de inflación. En el caso de los países emergentes, orientarse a regímenes de tipo de cambio flexibles también ha ayudado a mitigar los riesgos relacionados con las crisis monetarias que han caracterizado a los regímenes de tipo de cambio fijo, entre ellos, los ataques al tipo de cambio.

Cabe indicar que no obstante que varios países emergentes han flexibilizado su régimen cambiario, otros permanecen con el llamado “miedo a flotar”, ya que la volatilidad del tipo de cambio puede generar costos, entre los cuales, sobresalen los posibles incrementos en el servicio de la deuda denominada en moneda extranjera y en la tasa de inflación, vía el traslado del efecto del tipo de cambio a los precios (pass-through). Además, al considerar la presencia de posibles costos provenientes de la flexibilización cambiaria, los hacedores de política de algunos países emergentes estiman que, en la práctica, los espacios para alcanzar una política monetaria independiente y flexibilizar el tipo de cambio son bastante limitados y optan por regímenes fijos o semi-fijos.

Según el FMI, durante los años noventa los países emergentes que flexibilizaron sus sistemas cambiarios han demostrado que se puede aprender a flotar, siempre y cuando se logren avances en sus políticas monetaria y financiera para reducir las vulnerabilidades clave a efecto de reducir el miedo a flotar. En este sentido, cabe indicar que una transición a tipos de cambio flexibles debe trabajar en la reducción de las vulnerabilidades clave, vía la política monetaria, la supervisión del sector financiero y la liberalización financiera. En cuanto a la política monetaria, si un banco central tiene como su principal objetivo la estabilidad de precios y opera su política con independencia, obtiene la confianza del público en que podrá controlar la inflación y, consecuentemente, reducirá “el miedo a flotar” que se origina del efecto de la volatilidad del tipo de cambio en los precios. Por otro lado, una supervisión del sector financiero adecuada ayuda a los participantes a reconocer mejor los riesgos asumidos y, por lo tanto, a reducir los descalces de moneda y madurez que también alimentan el “miedo a flotar”; y, finalmente, los procesos de liberalización financiera, cuando son acompañados de una supervisión fuerte y de instituciones financieras sanas, se constituyen en soporte del crecimiento.

Según el FMI, de una muestra de 25 países emergentes, desde 1990 hasta la fecha, el porcentaje de países con regímenes de tipo de cambio flexibles subió de 0% a más del 33%; de los cuales la mitad lo hizo por decisión voluntaria, mientras que el resto inducido por crisis monetarias. Las transiciones voluntarias de régimen cambiario no generaron inestabilidad macroeconómica; los indicadores clave como el crecimiento económico y la sobrevaluación del tipo de cambio real fueron marginalmente afectados; y, el comportamiento de la inflación continuó mejorando luego de la transición. Cabe indicar que la mayoría del resto de países emergentes considerados en la muestra transitó, en el periodo indicado, de regímenes cambiarios fijos a regímenes cambiarios intermedios.

a/ Resumen de “Learning To Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s”. World Economic Outlook. Páginas de la 89 a la 103. September 2004. FMI.



2. Balanza de pagos estimada a diciembre de 2004

a) Cuenta corriente

Para 2004 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos de Guatemala muestre un saldo deficitario de US\$1,110.5 millones, lo que implicaría un déficit como proporción del PIB de 4.1%. Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$1,610.5 millones, por lo que se estima una ganancia de reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones.

El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$4,673.2 millones y de los superávits, tanto de la balanza de servicios, de US\$589.0 millones, como de las transferencias corrientes netas, de US\$2,973.7 millones.

El saldo de la balanza comercial, con relación a diciembre de 2003, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$325.9 millones (12.4%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$907.3 millones (13.5%).

El valor FOB de las exportaciones sería de US\$2,955.7 millones, mayor en 12.4% al registrado en 2003. En dicho resultado sería determinante el valor de las exportaciones de café, el cual se ubicaría en US\$324.8 millones, superior en US\$32.5 millones (11.1%) al de 2003, lo cual se explicaría por el aumento en el precio medio de 29.7%, ya que el volumen exportado disminuiría en 14.3% con respecto al año anterior. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentaría de US\$58.79 en 2003 a US\$76.24 en 2004. Por su parte, el volumen exportado, en quintales, se reduciría al pasar de 4,972.3 miles en 2003 a 4,260.0 miles en 2004. El incremento en el precio medio se explica, según la Organización Internacional del Café -OIC-, por la disminución de la producción mundial de café en la cosecha 2003-2004, derivado de la reducción en las áreas de cultivo de muchos países exportadores de café, como consecuencia de los problemas que la industria cafetalera había experimentado por los bajos precios internacionales, especialmente en los países latinoamericanos. Asimismo, otro factor que coadyuvó al aumento en el precio del café fue el considerable incremento en la demanda de café en China.

El valor de las exportaciones de azúcar en 2004 se esperaría que alcance US\$196.9 millones, mayor en US\$7.7 millones (4.1%) al registrado en 2003, situación que se explicaría, principalmente, por el incremento de US\$0.62 (9.0%) en el precio medio de exportación, ya que el volumen exportado disminuiría 4.4% en relación al año anterior. En efecto, el precio medio de exportación por quintal se incrementaría de US\$6.88 en 2003 a US\$7.50 en 2004, en tanto que el volumen exportado, en quintales, disminuiría al pasar de 27,481.1 miles en 2003 a 26,267.5 miles en 2004. El incremento en el precio mundial del edulcorante obedece, por un lado, a las expectativas de incremento en la demanda de India, República Popular China y otros países de Asia, como consecuencia de las bajas



lluvias monzónicas¹⁷ que afectaron la cosecha de caña de azúcar en la región y, por el otro, a una mayor demanda de caña de azúcar para producir etanol como combustible de automóviles, derivado del alza observada en los precios internacionales del petróleo, situación que estaría reduciendo la cantidad disponible de azúcar para exportación. En lo que respecta a la reducción del volumen exportado, este se asocia a la caída de las exportaciones hacia Rusia, como consecuencia de medidas proteccionistas por parte de dicho país.

El valor de las exportaciones de banano en 2004 sería de US\$241.9 millones, mayor en US\$11.3 millones (4.9%) al registrado el año anterior, lo cual se explica fundamentalmente por el aumento de 823.1 miles de quintales (4.0%) en el volumen exportado. En lo que se refiere al precio medio de exportación por quintal, éste aumentaría levemente, al pasar de US\$11.12 en 2003 a US\$11.22 en 2004. El incremento en el volumen exportado se explica, fundamentalmente, por la reducción de las exportaciones ecuatorianas.

En cuanto al cardamomo, el valor de las exportaciones en 2004 se proyecta en US\$75.1 millones, inferior en US\$3.8 millones (4.8%) al registrado en 2003. Este resultado se explica por la disminución de 38.4 miles de quintales (6.2%) en el volumen exportado, compensado en parte por el aumento en el precio medio de exportación por quintal, el cual aumentaría en US\$1.86, al pasar de US\$127.20 en 2003 a US\$129.06 en 2004. Dicho resultado obedece a las condiciones de inestabilidad política registrada en Medio Oriente, principalmente en Irak, que influye en la reducción de la demanda de cardamomo en esa región.

Por su parte, el valor de las exportaciones de petróleo sería de US\$183.7 millones, superior en US\$6.4 millones (3.6%) al registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el aumento en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$21.52 en 2003 a US\$26.76 en 2004, ya que el volumen exportado para 2004 disminuiría en 1,372 miles de barriles (16.7%). El aumento en el precio medio estaría asociado al incremento en el precio internacional que, según la Organización de Países Productores de Petróleo -OPEP-, es derivado, por el lado de la demanda, por la expansión de la economía global y por el aumento del consumo en la República Popular China. En tanto que, por el lado de la oferta, influyeron eventos extraeconómicos, tales como los ataques terroristas en Irak y Arabia Saudita; la incertidumbre política ocurrida en Nigeria y Venezuela; los problemas entre la petrolera rusa AOA Yukos Oil Co. (principal productor de Rusia) con el gobierno ruso por aspectos fiscales; y, a los efectos que dejó el *huracán Iván* en el golfo de México, que dañó varios oleoductos, ocasionando la suspensión de la producción de crudo. En lo que respecta al volumen exportado, éste se vio influenciado por la merma en la producción nacional, como consecuencia de menores rendimientos en los pozos petroleros.

¹⁷ Se refiere a la estación de lluvias en dicha región.



El valor de las exportaciones de otros productos sería de US\$1,933.3 millones, superior en US\$271.8 millones (16.4%) al registrado en 2003. Este resultado obedecería al aumento previsto de las exportaciones, tanto a Centroamérica como al resto del mundo, las cuales aumentarían en 14.1% y 20.7%, respectivamente. Lo anterior se atribuye a la mayor demanda, asociada a la recuperación de la actividad económica mundial.

El valor CIF de las importaciones en 2004 sería US\$7,628.9 millones, mayor en US\$907.3 millones (13.5%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de materias primas y productos intermedios (14.7%); en maquinaria, equipo y herramienta (14.2%); en bienes de consumo (12.8%); en combustibles y lubricantes (12.6%) y en materiales de construcción (5.9%).

Por otro lado, la balanza de servicios en 2004 registraría un saldo superavitario de US\$589.0 millones, superior en US\$9.7 millones (1.7%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$945.1 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$356.1 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería, por un lado, al mayor ingreso por concepto de turismo y viajes y, por el otro, al desenvolvimiento favorable de la maquila. Por su parte, el déficit de los servicios factoriales se explicaría, principalmente, por el incremento en el servicio de la deuda externa del sector público no financiero.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$2,973.7 millones, derivado, principalmente, del continuo crecimiento del ingreso neto de remesas familiares que se estima alcanzaría un monto de alrededor de US\$2,500.0 millones.

b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría en diciembre de 2004 un saldo superavitario de US\$1,610.5 millones, mayor en US\$10.3 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 2004 un saldo superavitario de US\$138.6 millones, mayor en US\$4.8 millones (3.6%) al registrado el año anterior.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo superavitario de US\$230.8 millones en 2004, menor en US\$54.5 millones al registrado en 2003 (US\$285.3 millones). Dicho resultado se explicaría, por el lado de los ingresos, por la colocación neta de bonos con no residentes por US\$238.0¹⁸ millones y por los desembolsos de préstamos al sector público no

¹⁸ Incluye colocación en el mercado financiero internacional por US\$330.0 millones el 6 de octubre de 2004



financiero de US\$263.6 millones; y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del sector público no financiero por US\$202.7 millones y por el pago de la deuda externa del Banco de Guatemala por US\$68.0 millones¹⁹.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superávitario de US\$1,241.1 millones, mayor en US\$60.0 millones (5.1%) al registrado en 2003. Dicho superávit se explicaría por el ingreso en concepto de inversión extranjera directa por US\$124.5 millones, por el ingreso neto de capital de mediano y largo plazo por US\$573.4 millones, así como por el ingreso neto de capital de corto plazo por US\$543.2 millones.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, se estima para el año 2004 un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de US\$500.0 millones.

BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2003 - 2004
-En millones de US Dólares-

| CONCEPTO | 2003 ^{p/} | 2004 ^{e*/} | Variaciones | |
|---|---------------------|---------------------|--------------|------------|
| | | | Absolutas | Relativas |
| I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C) | -1,050.6 | -1,110.5 | -59.9 | 5.7 |
| A. BALANZA COMERCIAL | -4,091.8 | -4,673.2 | -581.4 | 14.2 |
| 1. Exportaciones FOB | 2,629.8 | 2,955.7 | 325.9 | 12.4 |
| Principales Productos | 968.3 | 1,022.4 | 54.1 | 5.6 |
| Otros Productos | 1,661.5 | 1,933.3 | 271.8 | 16.4 |
| 2. Importaciones CIF | 6,721.6 | 7,628.9 | 907.3 | 13.5 |
| B. SERVICIOS | 579.3 | 589.0 | 9.7 | 1.7 |
| 1. Factoriales, Neto | -352.3 | -356.1 | -3.8 | 1.1 |
| 2. No Factoriales, Neto ^{1/} | 931.6 | 945.1 | 13.5 | 1.4 |
| C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas) | 2,461.9 | 2,973.7 | 511.8 | 20.8 |
| II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C) | 1,600.2 | 1,610.5 | 10.3 | 0.6 |
| A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL | 133.8 | 138.6 | 4.8 | 3.6 |
| B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO | 285.3 ^{a/} | 230.8 ^{b/} | -54.5 | -19.1 |
| C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/} | 1,181.1 | 1,241.1 | 60.0 | 5.1 |
| III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS | 549.6 | 500.0 | | |
| Reservas Netas (- aumento) | -549.6 | -500.0 | | |

^{1/} Incluye Maquila por US\$418.5 millones para 2003 y US\$458.9 millones para 2004

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{a/} Incluye US\$300.0 millones de ingresos por colocación de Bonos-Paz en el mercado internacional

^{b/} Incluye US\$330.0 millones de ingresos por colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional

^{p/} Preliminares

^{e*/} Estimado de cierre

Saldo Cuenta Corriente / PIB: -4.2% para 2003 y -4.1% para 2004

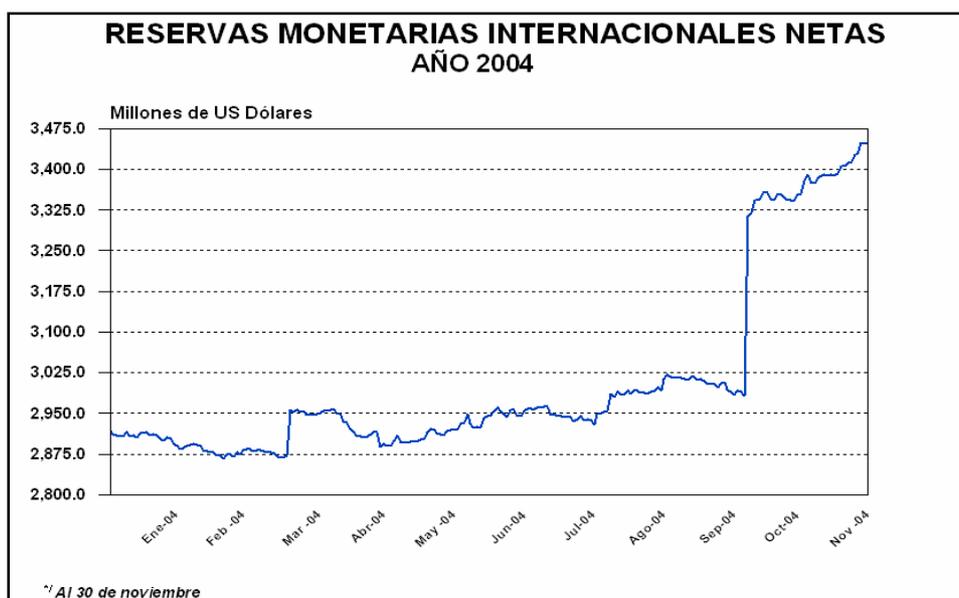
¹⁹ Dicho monto incluye US\$61.1 millones que corresponden al pago anticipado del saldo de la deuda externa del Banco de Guatemala.



3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de noviembre de 2004, las reservas monetarias internacionales netas se situaron en US\$3,447.9 millones, lo que significa un aumento de US\$528.6 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2003. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$922.8 millones, egresos de divisas por US\$576.9 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$182.7 millones. En lo que corresponde a los ingresos, destacan la colocación de bonos con residentes y no residentes por US\$380.9 millones, las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el SINEDI por US\$356.7 millones y los desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$185.2 millones. Con relación a los egresos, estos se originaron, principalmente, por el pago del servicio de la deuda pública externa por US\$307.8 millones, de los cuales US\$281.2 millones corresponden al Sector Público no Financiero y US\$26.6 millones al Banco de Guatemala; y, por el pago de capital e intereses de los bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$269.1 millones. En lo que corresponde al movimiento de otras operaciones netas, destaca el ingreso por concepto de regalías por explotación de petróleo por US\$58.4 millones, el incremento del encaje bancario en moneda extranjera por US\$51.8 millones, los intereses percibidos sobre inversiones de las RIN por US\$30.5 millones y otros ingresos netos por US\$42.0 millones.

Se considera que el nivel de reservas monetarias internacionales es adecuado, ya que el mismo se ubica en 5.1 meses de importaciones de bienes; en particular, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales²⁰, ya que éste sería de alrededor de 3.6 meses de importaciones.



²⁰ En cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes.



La solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En ese sentido, al 30 de noviembre, el nivel de RIN era equivalente a 7 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (6.1 veces al 28 de noviembre de 2003).

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas -MFP- la situación financiera del gobierno central a octubre (última información disponible) registró un déficit fiscal de Q573.5 millones, monto menor en Q2,520.0 millones (81.5%) al registrado a octubre de 2003.

Los ingresos fiscales a octubre ascendieron a Q18,499.2 millones, superiores en Q98.4 millones (0.5%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una recaudación de 80.2% respecto al presupuesto ajustado para 2004 (82.5% en 2003). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q17,452.6 millones, monto superior en Q222.2 millones (1.3%) al registrado en el mismo periodo del año anterior. Dicho crecimiento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos, ya que los ingresos percibidos por impuestos directos se contrajeron.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, su aumento (7.0%) se debe principalmente a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-, que ascendió a Q8,274.0 millones, monto superior en Q681.8 millones (9.0%) respecto a lo observado a octubre de 2003. Con relación a otros impuestos indirectos, los ingresos a la distribución de petróleo crudo y combustibles derivados del petróleo registraron un nivel de Q1,460.2 millones, superior en Q230.8 millones (18.8%) respecto a octubre del año anterior. Por su parte, el impuesto sobre timbres fiscales registró una recaudación de Q247.4 millones, mayor en Q105.8 millones (74.7%) al monto observado en igual periodo del año anterior.

La disminución en la recaudación de los impuestos directos por Q636.8 millones (12.9%) se explica por los menores ingresos obtenidos por el Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA-, los cuales al ubicarse en Q849.5 millones, fueron menores en Q1,677.9 millones (66.4%) respecto a octubre de 2004²¹. Por concepto del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz -IETAAP-²² se recaudaron Q618.7 millones. Por medio del Impuesto sobre la Renta -ISR- se percibieron Q2,822.8 millones, monto superior en Q422.5 millones (17.6%) al registrado en similar periodo del año anterior.

²¹ La Corte de Constitucionalidad decretó la suspensión parcial del Decreto Número 99-98 del Congreso de la República, Ley del Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA-, a partir del 3 de febrero de 2004. Asimismo, con fecha de publicación en el Diario de Centro América del 29 de junio de 2004, mediante el Decreto Número 19-04, se emitió la Ley del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz, la cual derogó el decreto antes citado.

²² Este impuesto recae sobre las personas individuales o jurídicas que a través de sus empresas mercantiles o agropecuarias, así como de los fideicomisos, los contratos de participación, las sociedades irregulares, las sociedades de hecho, el encargo de confianza, las sucursales, agencias o establecimientos permanentes o temporales de personas extranjeras que operen en el país, las copropiedades, las comunidades de bienes, los patrimonios hereditarios indivisos y otras formas de organización empresarial, que dispongan de patrimonio propio, realicen actividades mercantiles o agropecuarias en el territorio nacional y que obtengan un margen bruto superior al 4% de sus ingresos brutos.



En lo que se refiere a los gastos ejecutados a octubre, éstos registraron un monto de Q19,072.7 millones, inferior en Q2,421.6 millones (11.3%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una ejecución del 68.9% respecto al presupuesto ajustado para 2004 (en 2003 la ejecución de ese mismo periodo fue de 73.2%).

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q14,072.4 millones, menores en Q225.6 millones (1.6%) a los del mismo periodo del año anterior. En este comportamiento sobresalen los gastos de operación con un nivel de Q7,090.7 millones, menores en Q576.4 millones (7.5%) a los del mismo periodo del año anterior; dentro de estos el mayor gasto fue por sueldos y salarios, el cual registró un nivel de Q5,540.0 millones mayor en Q33.0 millones (0.6%) a igual periodo del año anterior. En lo que respecta a las transferencias corrientes, éstas registraron un monto de Q4,841.4 millones, monto superior en Q46.1 millones (1.0%) a las efectuadas a octubre del año anterior. Por su parte, el pago de intereses y comisiones de la deuda pública fue de Q2,140.3 millones, superiores en Q304.7 millones (16.6%) a los del mismo periodo del año anterior.

Los gastos de capital se situaron en Q5,000.3 millones, menores en Q2,196.0 millones (30.5%) a los de similar periodo del año anterior, registrando una ejecución de 55.6% con relación a los gastos presupuestados para 2004 (67.5% en 2003). Dicho resultado fue determinado por los menores gastos de inversión indirecta y de inversión directa que registraron un nivel de Q3,718.0 millones y Q1,282.3 millones, respectivamente, inferiores en Q2,023.2 millones (35.2%) y Q172.8 millones (11.9%), respectivamente, a los observados a octubre de 2003.

En lo que corresponde al financiamiento del déficit registrado a octubre, el financiamiento interno neto fue de Q1,954.2 millones, resultado de negociaciones de bonos por Q3,438.1 millones y vencimientos por Q1,483.9 millones. El financiamiento externo neto alcanzó Q2,884.8 millones, consecuencia de desembolsos de préstamos por Q1,601.1 millones, negociación de bonos en el mercado internacional por Q2,595.9 millones y amortizaciones por Q1,312.2 millones. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q4,265.5 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A OCTUBRE
AÑOS 2003 - 2004
-En millones de quetzales-

| CONCEPTO | 2003 | 2004 | VARIACIONES | |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| | | | ABSOLUTA | RELATIVA |
| I. Ingresos y Donaciones | 18,400.8 | 18,499.2 | 98.4 | 0.5 |
| A. Ingresos | 18,085.6 | 18,267.5 | 181.9 | 1.0 |
| 1. Ingresos Corrientes | 18,067.6 | 18,267.0 | 199.4 | 1.1 |
| a. Tributarios | 17,230.4 | 17,452.6 | 222.2 | 1.3 |
| i. Impuestos Directos | 4,935.2 | 4,298.4 | -636.8 | -12.9 |
| ii. Impuestos Indirectos | 12,295.2 | 13,154.2 | 859.0 | 7.0 |
| b. No Tributarios | 837.2 | 814.4 | -22.8 | -2.7 |
| 2. Ingresos de Capital | 18.0 | 0.5 | -17.5 | 0.0 |
| B. Donaciones | 315.2 | 231.7 | -83.5 | -26.5 |
| II. Total de Gastos | 21,494.3 | 19,072.7 | -2,421.6 | -11.3 |
| A. Funcionamiento | 14,298.0 | 14,072.4 | -225.6 | -1.6 |
| 1. De Operación | 7,667.1 | 7,090.7 | -576.4 | -7.5 |
| 2. Transferencias | 4,795.3 | 4,841.4 | 46.1 | 1.0 |
| 3. Intereses por Deuda | 1,835.6 | 2,140.3 | 304.7 | 16.6 |
| B. Capital | 7,196.3 | 5,000.3 | -2,196.0 | -30.5 |
| 1. Inversión Directa | 1,455.1 | 1,282.3 | -172.8 | -11.9 |
| 2. Inversión Indirecta | 5,741.2 | 3,718.0 | -2,023.2 | -35.2 |
| III. Déficit o Superávit Fiscal | -3,093.5 | -573.5 | 2,520.0 | -81.5 |
| IV. Ahorro en Cuenta Corriente | 3,769.6 | 4,194.6 | 425.0 | 11.3 |
| V. Financiamiento | 3,093.5 | 573.5 | -2,520.0 | -81.5 |
| A. Financiamiento Externo Neto | 2,456.4 | 2,884.8 | 428.4 | 17.4 |
| B. Financiamiento Interno Neto | 637.1 | -2,311.3 | -2,948.4 | -462.8 |
| 1. Negociación Neta de Bonos | 3,085.7 | 1,954.2 | -1,131.5 | -36.7 |
| 2. Variación de Caja (-Aumento +Disminución) | -2,448.6 | -4,265.5 | -1,816.9 | 74.2 |

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 Q12,991.0 millones, superior en Q1,954.4 millones²³ (17.7%) al saldo observado en diciembre de 2003. Este aumento obedeció, principalmente, a la negociación de Bonos del Tesoro con los sectores privado, bancario y público. En efecto, cada uno de ellos incrementaron sus tenencias de valores en Q1,637.5 millones (40.7%), Q866.3 millones (43.5%) y Q76.8 millones (2.1%), respectivamente. Por su parte, el sector no residente redujo sus inversiones en Q626.2 millones (46.1%).

²³ Dicha variación es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q3,438.1 millones y vencimientos por Q1,483.9 millones. Cabe indicar que por medio del Decreto Número 20-04 del Congreso de la República, vigente a partir del 8 de julio del presente año, se autorizó al Organismo Ejecutivo la emisión de bonos por Q4,400.0 millones (habiéndose negociado en el mercado internacional US\$330.0 millones, equivalente en quetzales a Q2,595.9 millones que forman parte del saldo de la deuda pública externa).



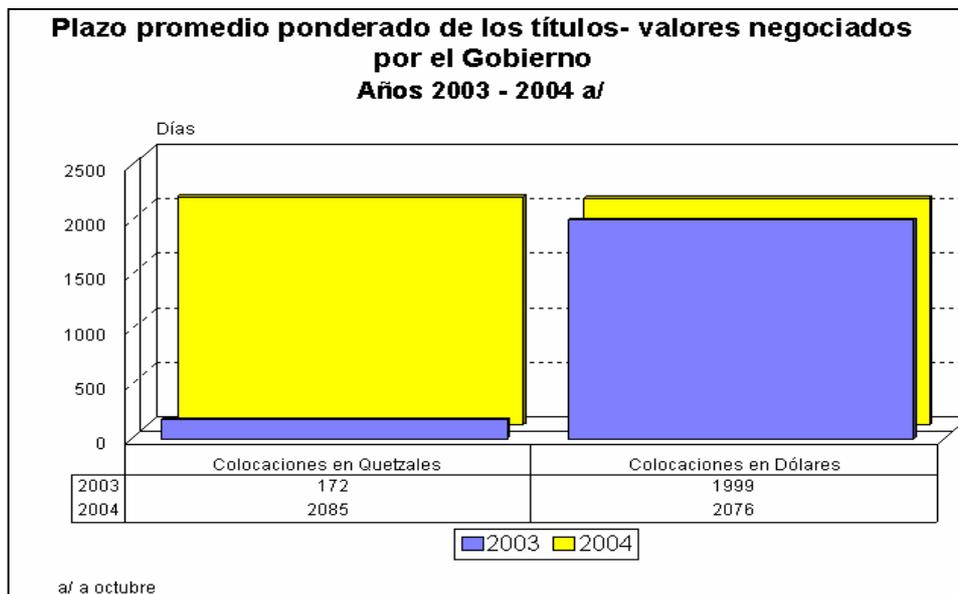
Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años 2003 - 2004
- En millones de quetzales y en porcentajes -

| Tenedor | Al 31/12/2003 | Estructura | Al 31/10/2004 | Estructura | Variación | |
|----------------------|------------------|--------------|------------------|--------------|----------------|-------------|
| | | | | | Absoluta | Relativa |
| Total | 11,036.6 | 100.0 | 12,991.0 | 100.0 | 1,954.4 | 17.7 |
| Sector Bancario | 1,992.8 | 18.0 | 2,859.1 | 22.0 | 866.3 | 43.5 |
| Sector Público | 3,662.4 | 33.2 | 3,739.2 | 28.8 | 76.8 | 2.1 |
| Sector No Residentes | 1,358.1 | 12.3 | 731.9 | 5.6 | -626.2 | -46.1 |
| Sector Privado | 4,023.3 | 36.5 | 5,660.8 | 43.6 | 1,637.5 | 40.7 |

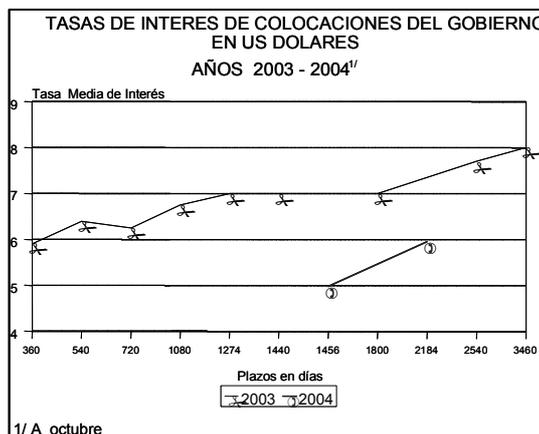
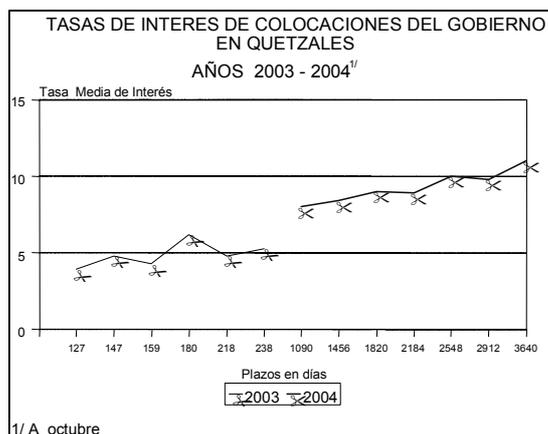
FUENTE: Sección de Valores, Banco de Guatemala.

En lo que respecta a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, la misma varió como consecuencia de las mayores negociaciones realizadas con el sector privado y bancario. En efecto, al 31 de diciembre de 2003 la participación de dichos sectores fue de 36.5% y 18.0%, respectivamente, del total; mientras que a octubre del presente año se ubicaron en 43.6% y 22.0%, respectivamente. En contraste, los sectores público y no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2003 a octubre de 2004, al pasar de 33.2% y 12.3% a 28.8% y 5.6%, respectivamente.

En cuanto al plazo de colocación de la deuda, es importante señalar que en 2003 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 172 días, mientras que a octubre de 2004 se ubicó en 2,085 días; este incremento en el plazo de la colocación de la deuda, obedece a que en 2004 la misma se realizó mediante la negociación de bonos del tesoro, contrario a lo sucedido en 2003 que se realizó mediante Letras de Tesorería (deuda de corto plazo). Referente a las colocaciones en dólares de los Estados Unidos de América, el plazo promedio ponderado en 2003 fue de 1,999 días, mientras que a octubre de 2004, el mismo se situó en 2,076 días.



En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del gobierno expresadas en quetzales, ésta se ubicó en 4.55% en 2003, año en el cual únicamente se negociaron Letras de Tesorería; mientras que a octubre del presente año, la tasa de interés promedio se ubicó en 9.16%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones en dólares negociada en el mercado local, registró una tendencia hacia la baja, al pasar de 7.05% en 2003 a 5.81% en octubre de 2004.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a octubre de 2004 el saldo de la deuda pública externa²⁴ se situó en US\$3,765.8 millones, mayor en

²⁴ No incluye el saldo de la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 31 de octubre de 2004 se situó en US\$42.0 millones.



US\$368.9 millones al saldo de diciembre de 2003. Dicho incremento es el resultado de desembolsos por US\$199.6 millones, negociación de bonos en el mercado financiero internacional por US\$330.0 millones, amortizaciones por US\$180.2 millones y un aumento de US\$19.5 millones derivado de 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\$349.4 millones.

En cuanto a los desembolsos por préstamos al Gobierno Central en el periodo, por acreedor, destacan los provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$102.3 millones, del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$58.9 millones y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$24.1 millones. En lo que respecta a la negociación de bonos en el mercado financiero internacional, cabe indicar que esta se realizó el 6 de octubre del presente año, por un monto de US\$330.0 millones, a 30 años plazo y a una tasa de interés del 8.125% anual.

3. Estimación de cierre a diciembre de 2004

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, para 2004 el déficit fiscal alcanzaría un nivel de alrededor del 1.4% del PIB. En lo referente a la carga tributaria, la misma se ubicaría en alrededor de 9.8% (10.3% en 2003).

D. SECTOR FINANCIERO

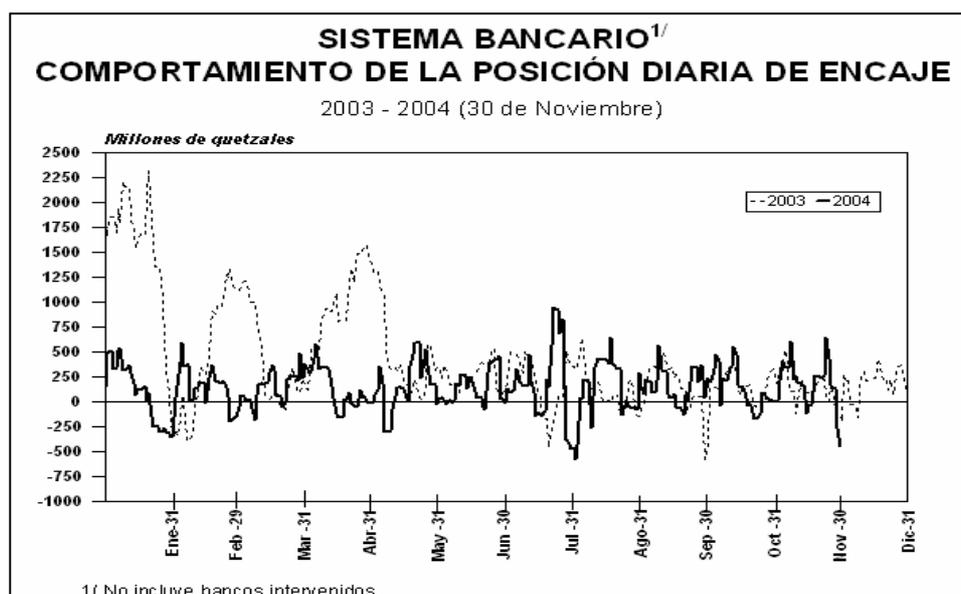
1. Liquidez bancaria

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 la mayor parte del periodo enero-noviembre de 2004, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, dicha variable se situó entre Q100.5 millones en enero y Q193.4 millones en julio.



Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a noviembre de 2004 también mostró mayor estabilidad respecto al comportamiento que observó durante el año previo, principalmente durante los primeros cuatro meses de 2003. Al respecto, entre enero y noviembre del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 23 de julio al situarse en Q947.9 millones y su nivel más bajo fue de -Q577.1 millones, correspondiente al 2 de agosto. Al 30 de noviembre el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en -Q445.2 millones.

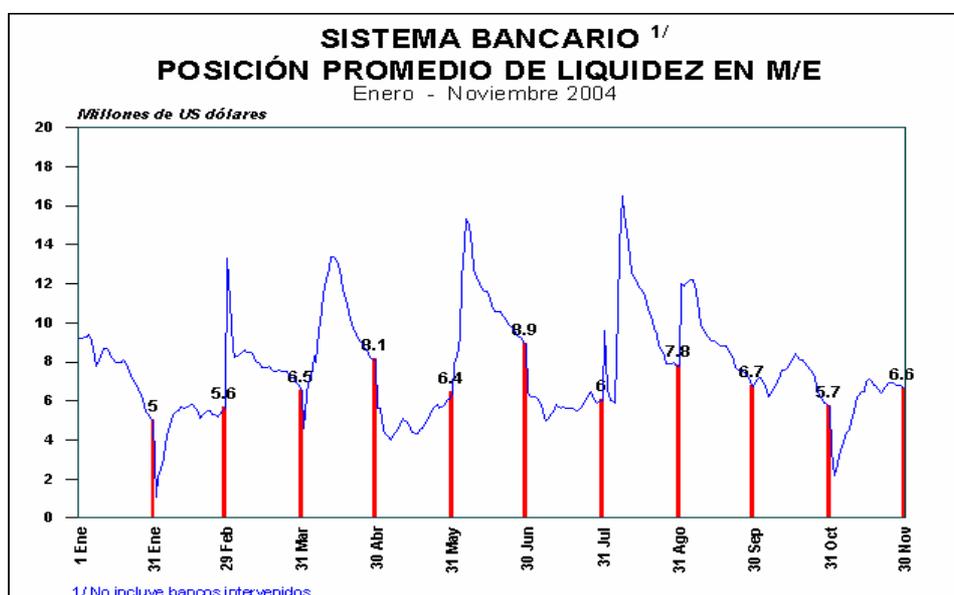




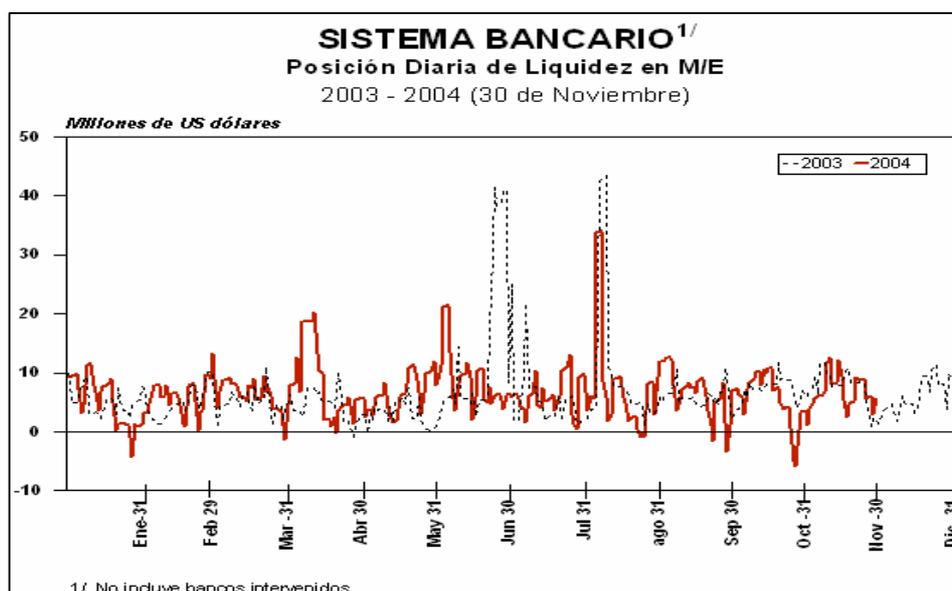
El comportamiento moderado y estable de los niveles de liquidez bancaria durante 2004 se asocia, principalmente, al mayor volumen de recursos que se canalizó hacia el crédito al sector privado, al incremento de las inversiones de los bancos en Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala -CDP's-, así como al incremento significativo en las inversiones realizadas en títulos emitidos por el gobierno central.

b) En moneda extranjera

La liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, durante el periodo enero-noviembre de 2004, se situó, en promedio, entre US\$5.0 millones (enero) y US\$8.9 millones (junio). Al 30 de noviembre de 2004 se situó en US\$6.6 millones.



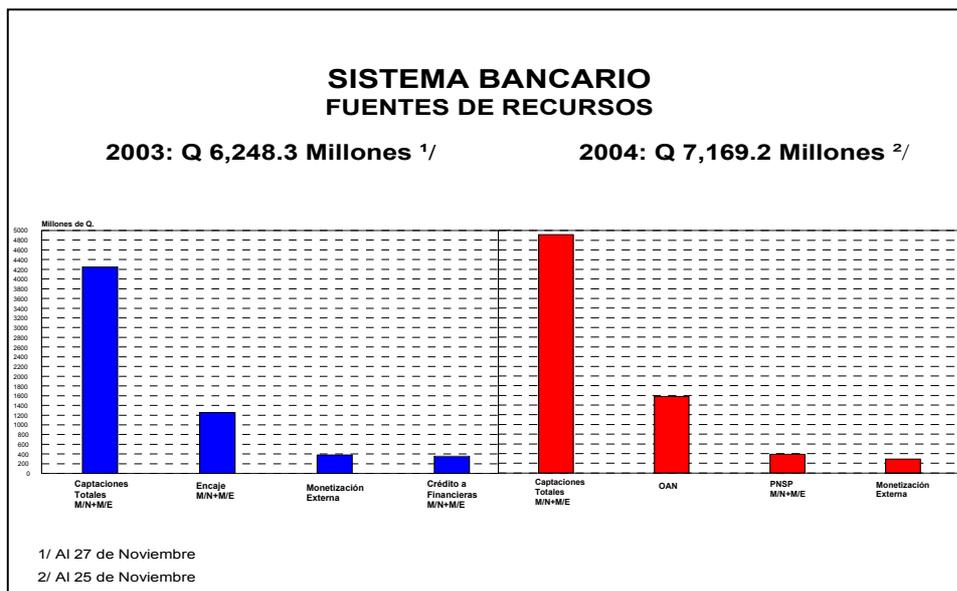
Por su parte, durante 2004 la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado el año previo, registrando su punto mínimo el 27 de octubre (-US\$5.8 millones) y el punto máximo el 8 de agosto (US\$34.0 millones).



El comportamiento observado en los niveles de liquidez bancaria, en moneda extranjera, durante 2004, se asocia, en parte, a que durante los primeros nueve meses del año los bancos destinaron una parte de los recursos a la amortización de obligaciones contraídas con bancos del exterior. Cabe indicar que en octubre los bancos reactivaron la contratación de financiamiento en el exterior, cuyos recursos no incidieron en la liquidez bancaria en vista de que los mismos fueron canalizados al crédito.

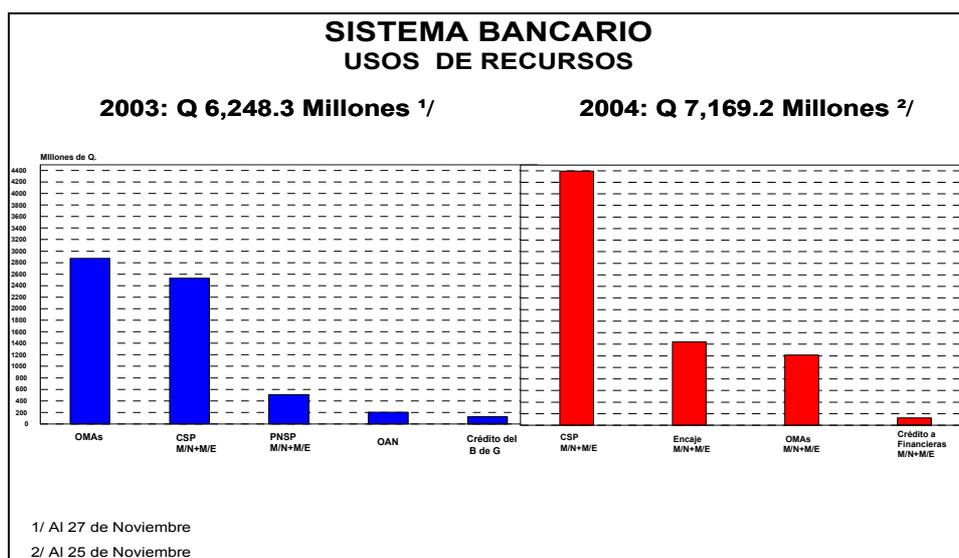
2. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

Al 25 de noviembre de 2004 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores de la economía para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q7,169.2 millones, en tanto que para similar periodo del año anterior éstos fueron de Q6,248.3 millones.



Como se puede apreciar en la gráfica, a noviembre de 2004 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas por las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q4,918.3 millones, por la variación de los otros activos netos por Q1,577.9 millones, por los recursos netos provenientes del sector público (depósitos menos inversiones) por Q387.4 millones y por la obtención de créditos netos en el exterior por Q285.6 millones. Por su parte, en 2003 las principales fuentes de recursos fueron las captaciones totales de depósitos del público por Q4,253.2 millones, la disminución del encaje bancario en moneda nacional y moneda extranjera por Q1,259.7 millones y la obtención de créditos netos en el exterior por Q380.7 millones.

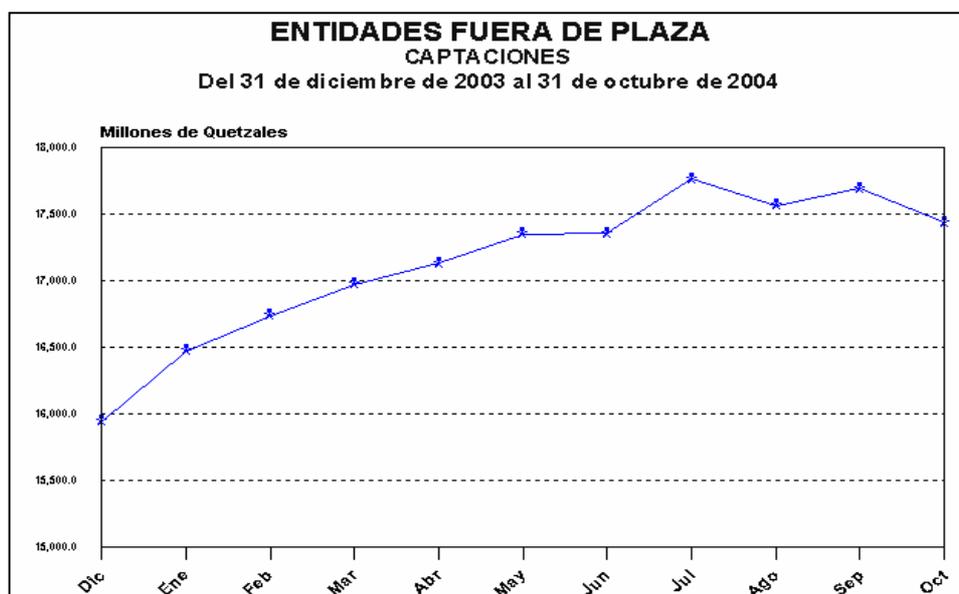
En cuanto al uso que el sistema bancario dio a los referidos recursos, como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2004 los mismos se destinaron, principalmente, al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y moneda extranjera por Q4,391.5 millones, al incremento de encaje bancario en moneda nacional y moneda extranjera por Q1,438.3 millones y a la inversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q1,214.2 millones. Por su parte, en 2003 el uso de los Q6,248.3 millones fue, fundamentalmente, para la inversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q2,875.4 millones y para otorgar crédito al sector privado por Q2,534.4 millones.



3. Entidades fuera de plaza (*Offshore*)

a) Captaciones

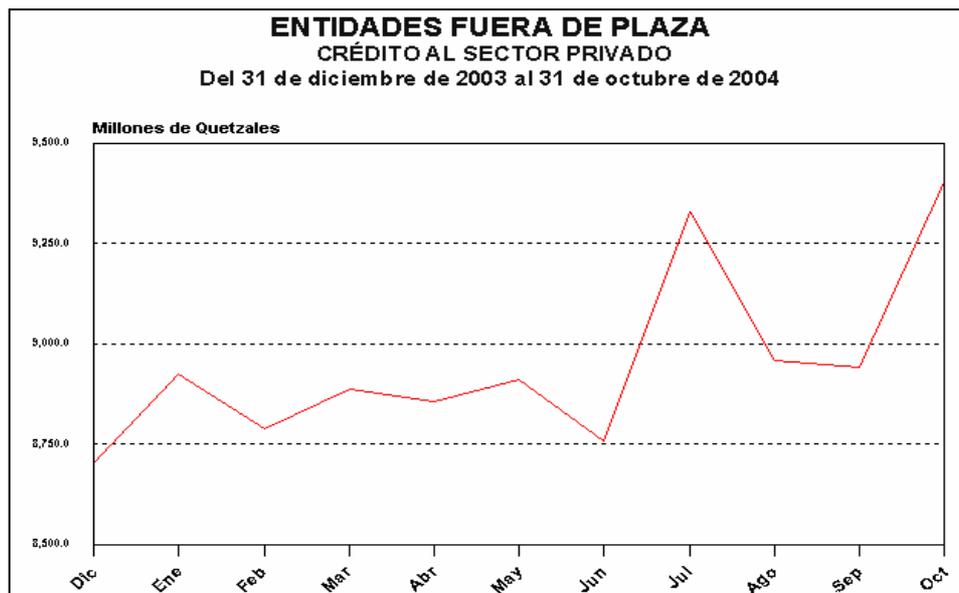
Las captaciones de las entidades *Offshore* (o fuera de plaza) al 31 de octubre de 2004, registraron un nivel equivalente en quetzales de Q17,433.4 millones, con un crecimiento de Q1,488.2 millones (9.3%) respecto del saldo registrado al 31 de diciembre de 2003. Cabe indicar que al 31 de diciembre de 2003, las captaciones de las entidades fuera de plaza representaban un 33.4% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que, al 31 de octubre de 2004, dicha proporción se situó en 34.0%.





b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado al 31 de octubre muestra un saldo equivalente en quetzales de Q9,404.3 millones, el cual es superior en Q700.5 millones (8.0%) al registrado el 31 de diciembre de 2003. Cabe indicar que a finales del año previo, el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 25.5% del total otorgado por el sistema bancario nacional, en tanto que, al 31 de octubre de 2004, dicha proporción se situó en 28.4%.



4. Avances en el proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional²⁵

a) Grupos financieros

Durante 2004, la Junta Monetaria, dentro del proceso de conformación de grupos financieros, en resolución JM-19-2004, del 3 marzo de 2004, autorizó la conformación del “Grupo Financiero Banco Internacional”. Asimismo, en resolución JM-38-2004 del 28 de abril de 2004, dicha Junta autorizó la conformación del “Grupo Financiero de Inversión”. Cabe indicar que a la fecha, con tales resoluciones, se han autorizado 14 grupos financieros.

Por otra parte, en resolución JM-106-2004 del 22 de septiembre de 2004, la Junta Monetaria aprobó el Reglamento para Determinar la Cuota de Inspección de las Empresas Integrantes de Grupos Financieros que no Cuentan con Cálculo Específico en Otras Disposiciones Legales.

b) Consolidación financiera

La Junta Monetaria autorizó, en resolución JM-35-2004 del 21 de abril de 2004, la cesión de una parte sustancial del balance de Lloyds TSB

²⁵ En anexo B se presenta un informe sobre la Tendencia del Sistema Bancario de Guatemala para el periodo 1990-2004.



Bank Plc, Sucursal Guatemala, a favor de Banco Cuscatlán de Guatemala, S. A., la que comprende la totalidad de los activos crediticios, cuyo saldo al 29 de febrero de 2004 ascendía a Q333.1 millones. Dicha operación se formalizó el 5 de junio de 2004.

Mediante resolución JM-51-2004 del 19 de mayo de 2004, la Junta Monetaria autorizó la fusión por consolidación de Financiera Granai & Townson, S. A., y Financiera Industrial y Agropecuaria, S. A., dando origen a una nueva entidad denominada “Financiera G&T Continental, S. A.”.

Adicionalmente, en resolución JM-113-2004 del 6 de octubre de 2004, la Junta Monetaria autorizó la fusión por consolidación del Banco SCI, S. A., con el Banco Corporativo, S. A., dando origen a una nueva entidad bancaria denominada “CORPOBANCO SCI, S. A.”.

Por otra parte, en resolución JM-142-2004, del 17 de noviembre de 2004, la Junta Monetaria autorizó a Financiera de Crédito, S. A., su conversión a banco privado nacional, bajo la denominación social de “Banco de Crédito, S. A.”. La autorización de la Junta Monetaria contempla que el nuevo banco debe contar con un monto mínimo de capital pagado inicial de Q105.0 millones.

c) Fortalecimiento de la red de seguridad financiera

En Decreto número 74-2002 del Congreso de la República de Guatemala, del 15 de noviembre de 2002, se creó el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria -FCB-, con el objeto de apoyar financieramente el proceso de saneamiento y fortalecimiento del sistema bancario nacional dentro del contexto de procesos de fusión de bancos, adquisición de activos y procesos de exclusión de activos y pasivos, que se realicen de conformidad con la Ley de Bancos y Grupos Financieros. Derivado de lo anterior, en Acuerdo Ministerial Número 51-2004 del Ministerio de Finanzas Públicas, del 24 de septiembre de 2004, se aprobó la normativa siguiente:

- a) Reglamento del Comité Técnico del Fideicomiso Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria;
- b) Reglamento de Elegibilidad de Bancos a ser Financiados por el Fideicomiso Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria;
- c) Reglamento de Asistencia Financiera a Bancos del Sistema;
- d) Reglamento para la Venta de Activos del Fideicomiso Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria; y,
- e) Política de Inversión de los Recursos del Fideicomiso Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria.

Por su parte, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, el 2 de diciembre de 2004, efectuó el segundo desembolso del Préstamo BIRF-7130-GU “Ajuste del Sector Financiero” por US\$50.0 millones, recursos que se destinaron a capitalizar, por una parte, el Fondo para la



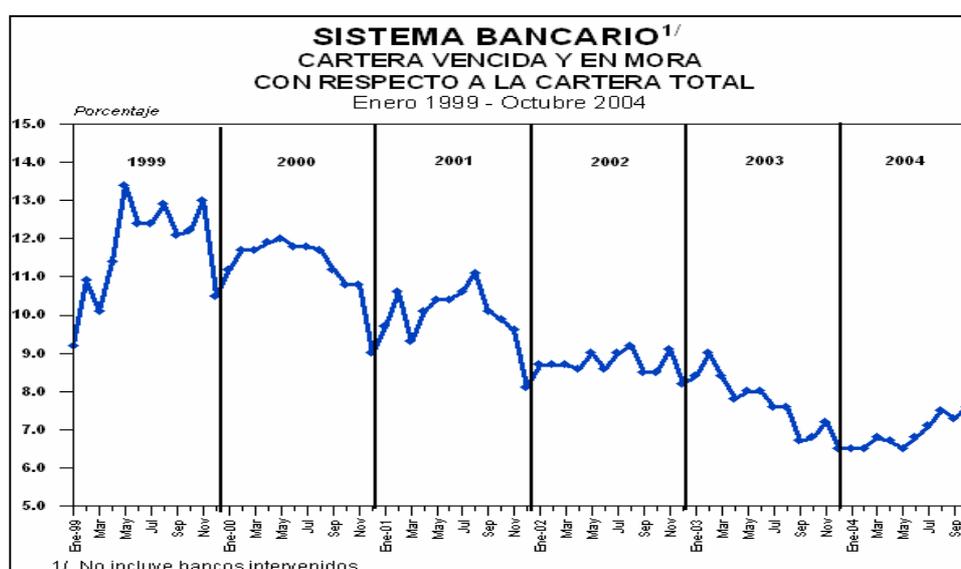
Protección del Ahorro por el equivalente en quetzales de US\$25.0 millones y, por la otra, el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria -FCB- por el equivalente en quetzales de US\$25.0 millones.

d) Modernización del sistema de pagos

La Junta Monetaria, en Resolución JM-140-2004 del 17 de noviembre de 2004, entre otros puntos resolutivos, aprobó la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos, con los propósitos siguientes: a) Fortalecer el marco normativo del sistema de pagos, con el objetivo de contar con una base legal y reglamentaria fundada en principios básicos para los sistemas de pago de importancia sistémica que contribuyan a la eficiencia y a la transparencia de las operaciones financieras que se realicen en dicho sistema; b) Implementar un sistema de pagos moderno, con el objetivo de contar con las herramientas tecnológicas modernas para optimizar la eficiencia en la liquidación de las operaciones, aplicando estándares internacionales; y, c) Lograr la cooperación institucional para la modernización de los sistemas de pagos, con el objeto de promover el proceso de discusión con los participantes del sistema en la país para contar con un sistema de pagos moderno, así como con los bancos centrales del resto de la región para armonizar los sistemas de pago de los países de Centroamérica y República Dominicana.

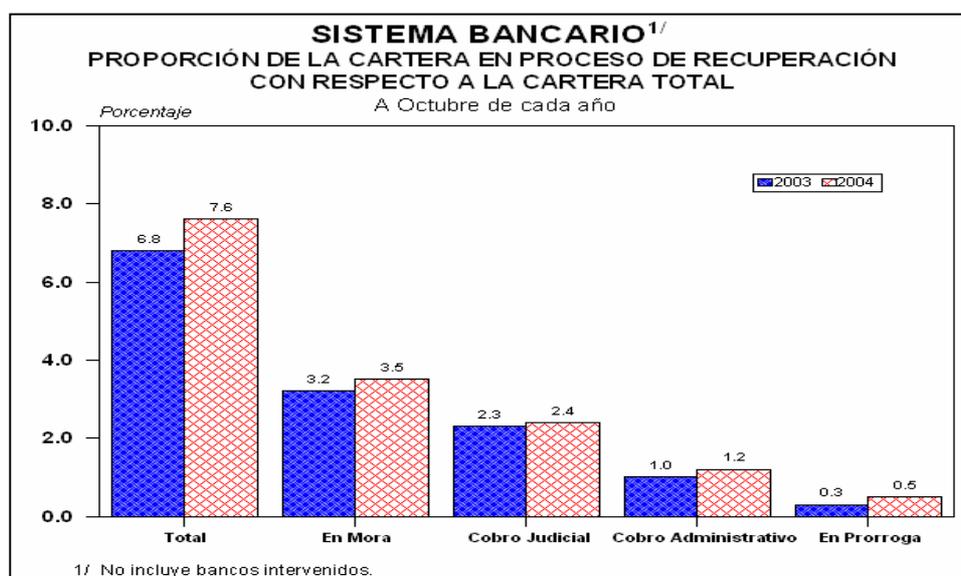
5. Cartera vencida y en mora

La cartera vencida más la cartera en mora del sistema bancario (cartera contaminada), excluyendo la cartera de los bancos intervenidos administrativamente, ha mostrado un leve incremento. En efecto, al 31 de octubre de 2004 dicha cartera se situó en Q2,599.8 millones, monto que representa el 7.6% del total de la cartera del sistema bancario, superior en 0.8 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (6.8%). La cartera vencida representa el 4.1% (3.6% a octubre de 2003) y la cartera en mora representa el 3.5% (3.2% a octubre de 2003).



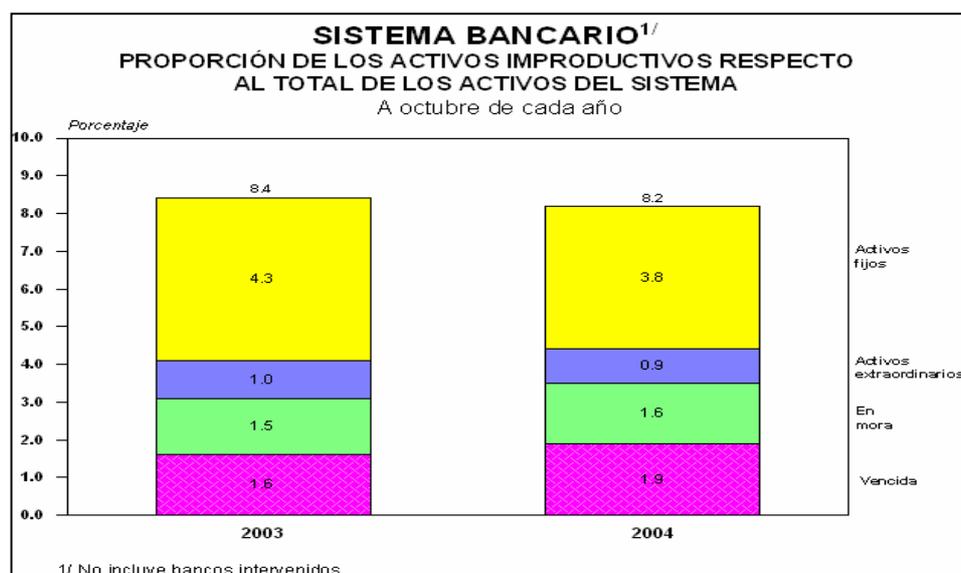


Al evaluar la proporción que representa cada uno de los rubros que integran la cartera en proceso de recuperación con respecto a la cartera total, se observa que de octubre de 2003 a octubre de 2004 la cartera en mora mostró un leve aumento, al pasar de 3.2% a 3.5%, la cartera en cobro judicial de 2.3% a 2.4%, la cartera en cobro administrativo de 1.0% a 1.2%, y la cartera en proceso de prórroga de 0.3% a 0.5%, respectivamente.



6. Activos improductivos

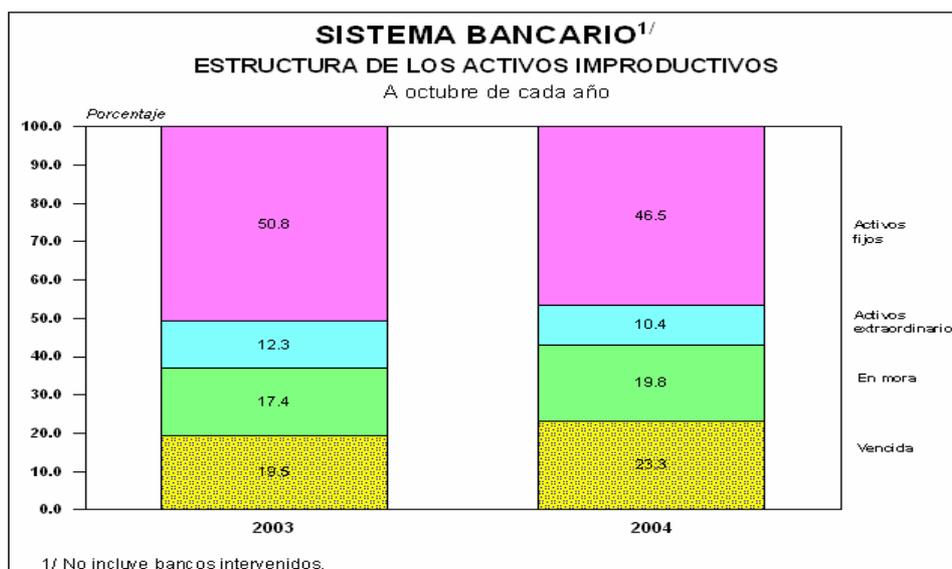
Los activos improductivos²⁶ del sistema bancario, como proporción de los activos totales, continuaron con su tendencia hacia la baja, situándose en 8.2% en octubre de 2004 (8.4% en octubre de 2003).



²⁶ Se integran por la cartera contaminada, los activos extraordinarios netos y los activos fijos.

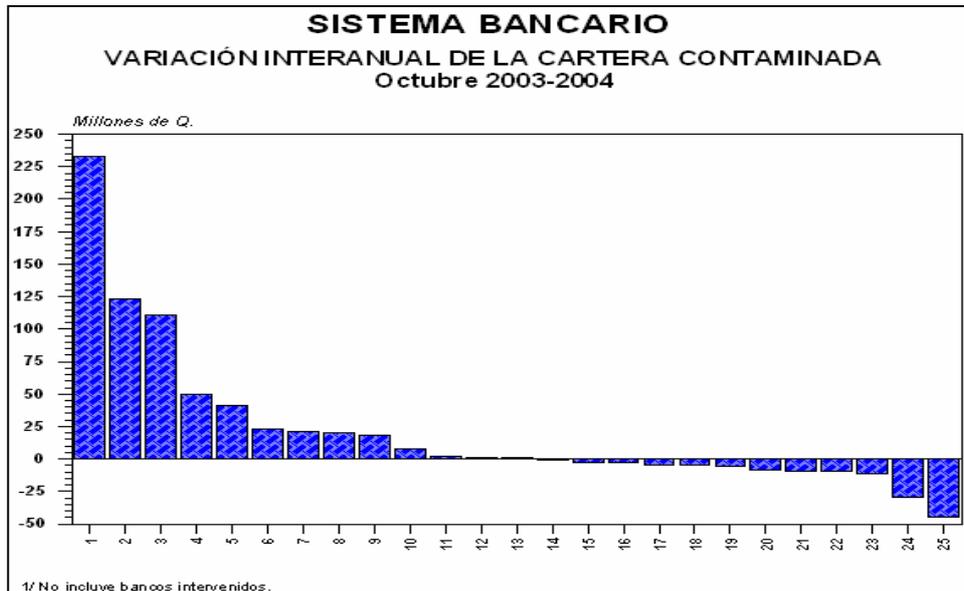


En cuanto a la estructura de los activos improductivos, cabe indicar que de octubre de 2003 a octubre de 2004 los activos fijos y los activos extraordinarios netos disminuyeron su participación respecto al total de activos improductivos, al pasar de 50.8% a 46.5%; y, de 12.3% a 10.4%, respectivamente. En contraste, en el mismo periodo la cartera vencida y la cartera en mora aumentaron su participación, al pasar de 19.5% a 23.3%; y, de 17.4% a 19.8%, respectivamente.



La disminución de los activos fijos se debe a las depreciaciones de los bienes muebles e inmuebles, en tanto que la reducción en los activos extraordinarios netos se debe al aumento de las estimaciones por valuación de los mismos y por la venta de algunos de esos activos.

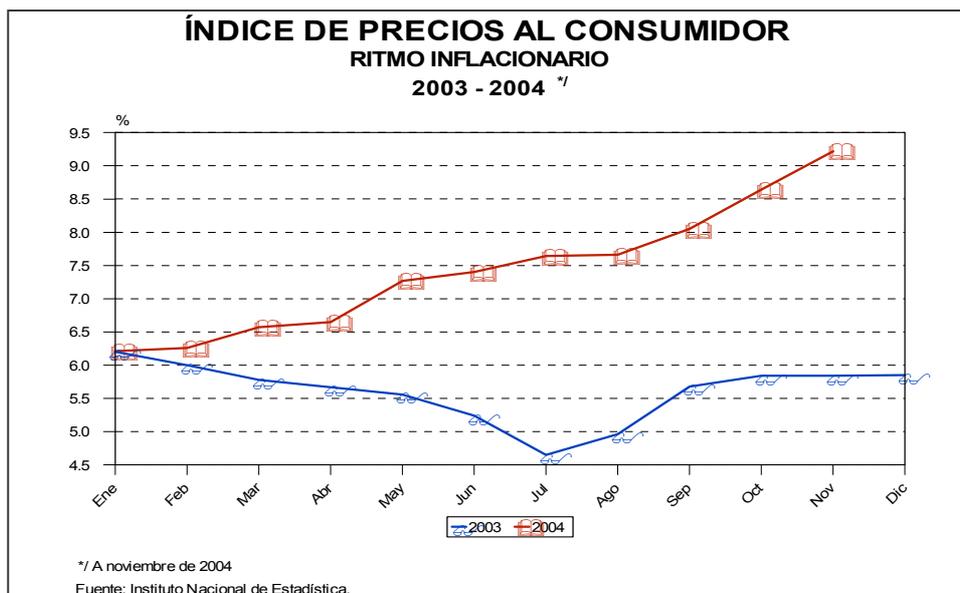
En cuanto al aumento que ha mostrado la cartera en mora y la cartera vencida, es importante mencionar que el 90.4% del incremento se concentra en tres instituciones. Al desglosar el referido incremento de la cartera contaminada que se registró de octubre 2003 a octubre 2004 (Q516.2 millones), se determinó que los bancos mostraron incrementos que se situaron entre los intervalos siguientes: a) Una institución aumentó su cartera contaminada en Q232.6 millones; b) dos bancos aumentaron entre Q110.7 millones y Q123.4 millones; c) siete bancos aumentaron dicha cartera entre Q7.6 millones y Q50.0 millones; y, d) tres bancos casi permanecieron con los mismos niveles de cartera del año previo, pues los incrementos se situaron entre Q0.9 millones y Q2.5 millones. Es importante indicar que doce instituciones bancarias redujeron la cartera contaminada (Q97.1 millones) por montos que se situaron entre Q0.8 y Q44.6 millones.



IV. EVOLUCION DE LAS VARIABLES MONETARIAS

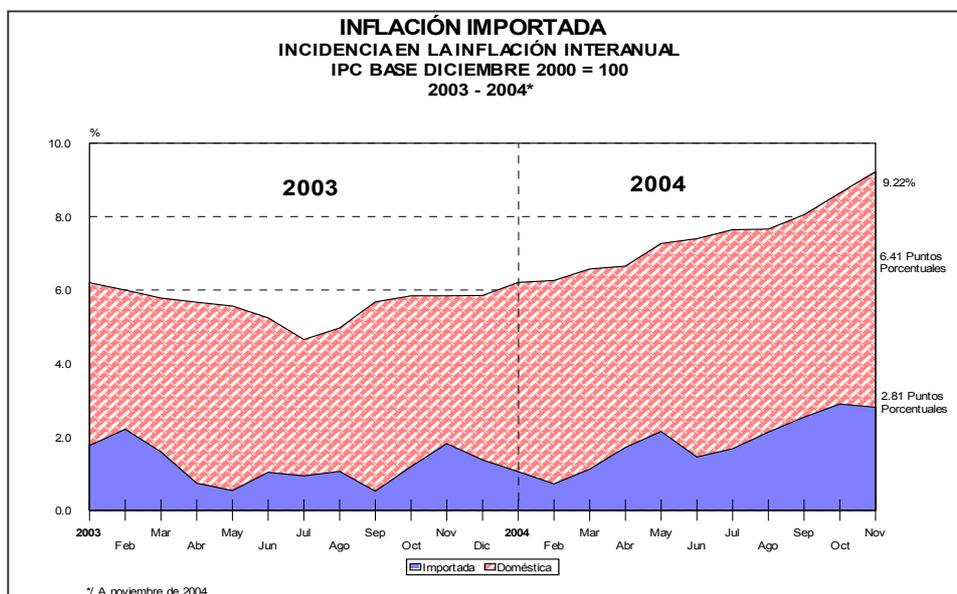
A. META DE INFLACIÓN

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC- elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de noviembre de 2004, a nivel república se registró un ritmo inflacionario de 9.22%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0% - 6.0%). El porcentaje referido resulta superior en 3.38 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2003 (5.84%).



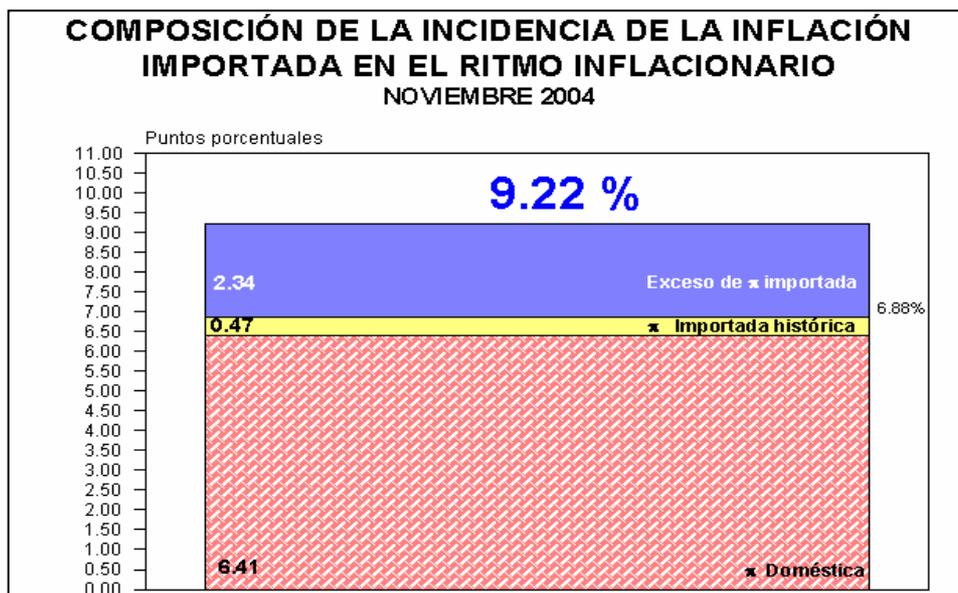


Cabe mencionar que a noviembre del presente año, de la inflación total (9.22%), 2.81 puntos porcentuales corresponden a inflación importada²⁷ y 6.41 puntos porcentuales a inflación doméstica.

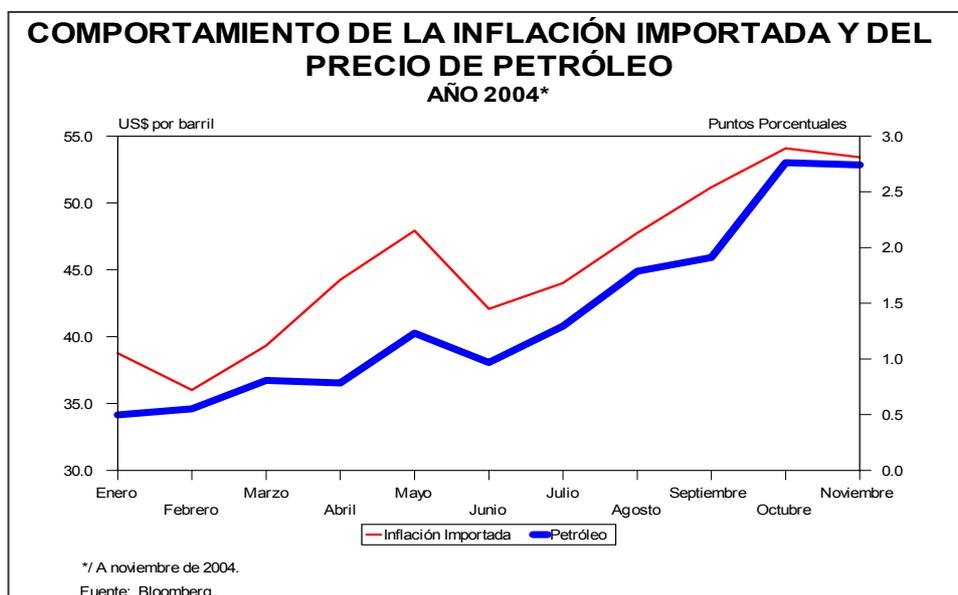


Durante el periodo 2001-2003, en promedio, 0.47 puntos porcentuales de la inflación son atribuibles a la inflación importada. En esos años, el comportamiento de los precios del petróleo fue estable, por lo que el promedio referido puede considerarse como de un nivel histórico normal. En tal virtud, si al dato de inflación importada a noviembre del presente año (2.81%) se le deduce el promedio en referencia, se tiene un exceso de inflación importada de 2.34 puntos porcentuales. En ese sentido, como se ilustra en la gráfica siguiente, si a la inflación total (9.22%) se le deduce el exceso de inflación importada, el ritmo inflacionario a noviembre habría sido de 6.88%. Cabe indicar que el cálculo de inflación importada no incluye el efecto que el alza en los combustibles tiene en los precios de los productos domésticos (por ejemplo, por mayores costos de transporte), de manera que si este efecto “de segunda ronda” fuera tomado en cuenta, la inflación importada sería mayor.

²⁷ Es aquella que refleja el alza de los precios de los productos importados que se incluyen en el IPC. Un análisis extenso sobre este tema se encuentra en el Memorándum Informativo Conjunto 1-2004, del 22 de octubre de 2004, relativo a la relación entre la política monetaria y la inflación importada, el cual se encuentra en el sitio de Internet del Banco de Guatemala.



Puede afirmarse, por tanto, que la inflación importada es la causa fundamental del exceso de inflación respecto de la meta lo que, a su vez, es consecuencia del alza en el precio internacional del petróleo.





EL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO

En 2004 el precio internacional del crudo alcanzó los niveles históricos más altos²⁸, debido a factores simultáneos, tanto de oferta como de demanda.

FACTORES DE DEMANDA

- Incremento de las importaciones de petróleo por parte de los Estados Unidos de América, mayor consumidor e importador mundial.
- Fuerte demanda de energía por parte de la economía de China, segundo consumidor mundial de energía, quien está incrementando su reserva estratégica de petróleo.

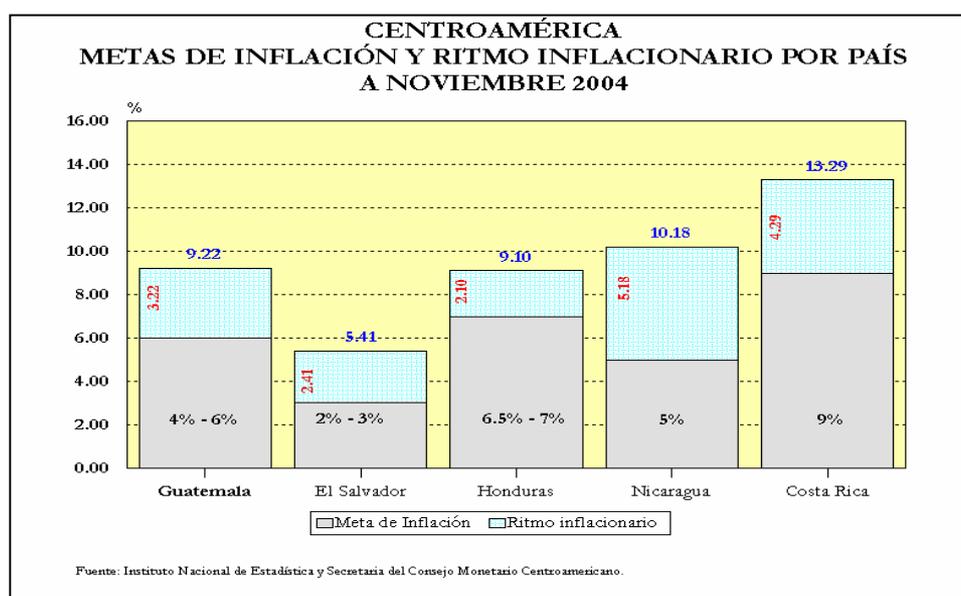
FACTORES DE OFERTA

- Prolongación del conflicto armado en Irak.
- Conflictos políticos en Nigeria, sexto exportador mundial de petróleo.
- Estancamiento, con tendencia a la baja, en la extracción de crudo por parte de Venezuela, debido a la ausencia de nuevas inversiones para el desarrollo y mantenimiento de yacimientos.
- Problemas de abastecimiento provocados por los huracanes que afectaron las instalaciones petroleras en el Golfo de México en septiembre y octubre.
- Problemas económicos y fiscales de la empresa Yukos, la mayor productora de petróleo en Rusia.

Cabe mencionar que en las crisis petroleras de 1973, 1979 y 1990, el problema era falta de petróleo en el mercado (fenómeno de oferta), en tanto que en 2004 la crisis petrolera se explica, tanto por factores de oferta como de demanda, predominando los segundos.

Fuente: Bloomberg.

Cabe indicar que el impacto de la inflación importada se está observando en todos los países centroamericanos, en los que, como resultado, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta prevista.



²⁸ El 22 de octubre en la bolsa mercantil de Nueva York el petróleo cerró a US\$ 55.17 por barril, tras alcanzar la cotización record de US\$ 55.50 durante la sesión.



• **Análisis por las divisiones de gasto del IPC**

El ritmo del IPC a noviembre de 2004 es el resultado del 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 13.14% y explica el 57.90% de la variación interanual del IPC. Otras divisiones de gasto que explican el comportamiento del ritmo inflacionario son las de Vivienda, electricidad y agua; y, Transporte y comunicaciones, las que, en conjunto con la división de Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, explican el 78.83% del ritmo inflacionario registrado a noviembre del presente año.

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Noviembre 2004

| DIVISIÓN DE GASTO | PONDERACIÓN DE GASTO | Noviembre 2003 | Noviembre 2004 | RITMO INFLACIONARIO /1 | PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2 | PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3 |
|---|----------------------|----------------|----------------|------------------------|--|--|
| INDICE GENERAL | 100.00 | 121.87 | 133.11 | 9.22 | 9.22 | 100.00 |
| 1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar | 38.75 | 128.12 | 144.95 | 13.14 | 5.34 | 57.90 |
| 2. Vestuario y calzado | 7.94 | 116.58 | 120.83 | 3.65 | 0.28 | 2.99 |
| 3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros | 10.00 | 111.96 | 124.77 | 11.44 | 1.05 | 11.40 |
| 4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa | 7.95 | 117.41 | 125.31 | 6.73 | 0.52 | 5.68 |
| 5. Salud | 5.48 | 120.88 | 127.33 | 5.34 | 0.30 | 3.20 |
| 6. Transporte y comunicaciones | 10.92 | 109.99 | 119.75 | 8.87 | 0.88 | 9.53 |
| 7. Recreación y cultura | 6.83 | 128.61 | 130.33 | 1.34 | 0.09 | 1.03 |
| 8. Educación | 5.60 | 125.82 | 134.94 | 7.25 | 0.42 | 4.54 |
| 9. Bienes y Servicios Diversos | 6.53 | 122.12 | 128.59 | 5.30 | 0.34 | 3.73 |

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.

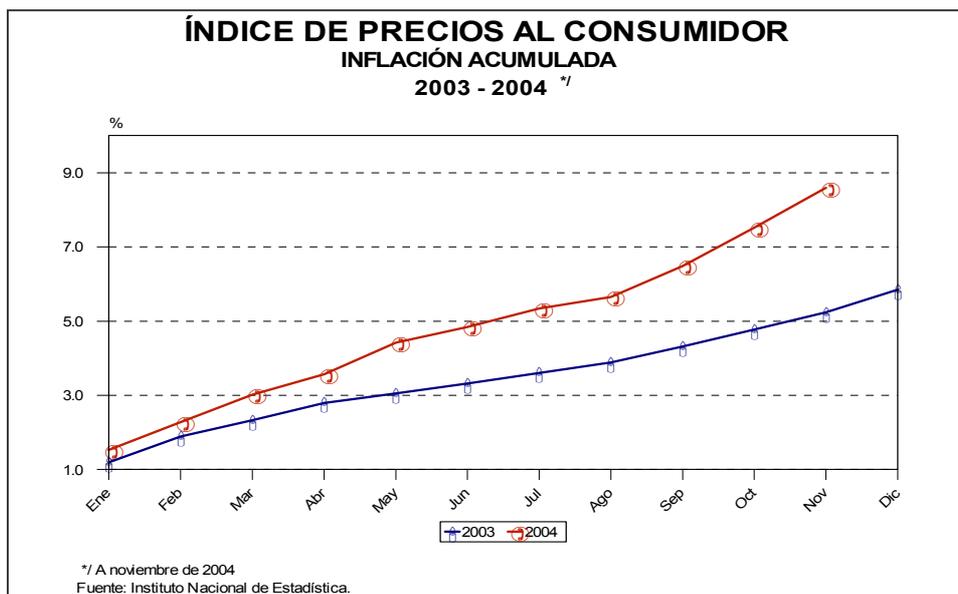
3/ Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

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; Hortalizas y legumbres; Comidas preparadas fuera del hogar; y, Carnes*, que en conjunto explican el 83.22% de la variación interanual de esta división.

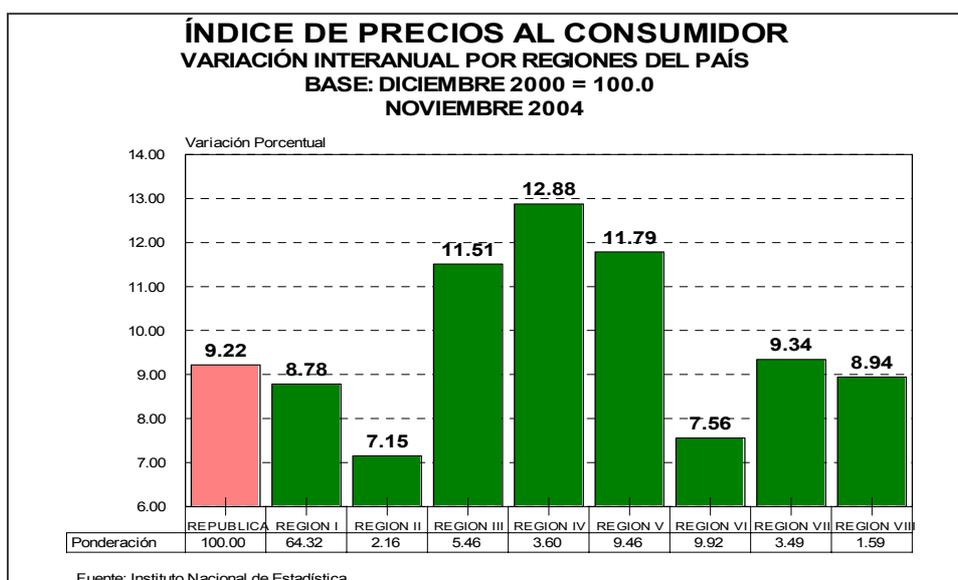
La división de *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de 11.44%, determinada, principalmente, por el incremento en el precio medio de los gastos básicos Gas propano, Servicio de mantenimiento y reparación de vivienda, Servicio de agua domiciliaria y Servicio de electricidad, los que en conjunto explican el 11.40%.

La división de *Transporte y comunicaciones* registró una variación interanual de 8.87%, determinada, principalmente, por el incremento en el precio medio de los gastos básicos de Transporte urbano, Gasolina y de Transporte extraurbano, que representan en su conjunto el 9.53% de la variación del IPC total.

En cuanto a la inflación acumulada a noviembre del presente año, a nivel república la misma se situó en 8.59%, superior en 3.35 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (5.24%).



A nivel de regiones²⁹, la Región IV (Suroriente) alcanzó el ritmo inflacionario más alto, con 12.88%, seguida por la región V (Central) y región III (Nororiente), las cuales registraron un ritmo de 11.79% y 11.51%, respectivamente. La Región I (Metropolitana), que tiene la mayor ponderación dentro del total de las regiones (64.32%), presentó un ritmo inflacionario de 8.78%, inferior en 0.44 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (9.22%). La región que observó el ritmo inflacionario más bajo fue la Región II (Norte) con 7.15%.



²⁹ 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, Sacatepequez 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).



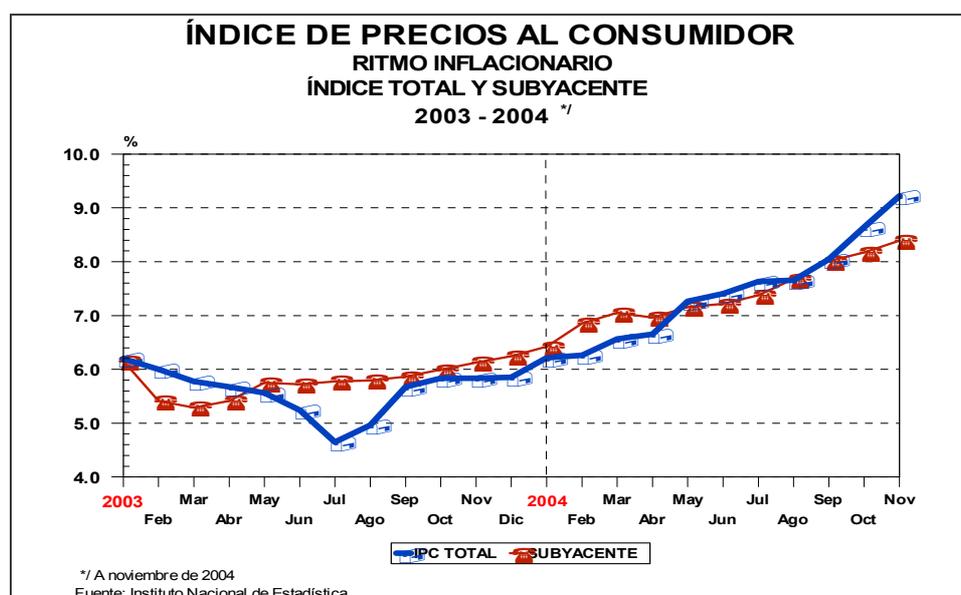
- **Inflación subyacente**

En términos generales, la inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar volatilidad en los resultados que dificulten su interpretación, 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 2004 una variación interanual de 8.39%, inferior en 0.83 puntos porcentuales a la inflación total (9.22%).

Al comparar la inflación subyacente con la inflación total, se observa que en el periodo de enero a abril y en agosto, la inflación subyacente fue superior a la inflación total. Entre las causas de dicho comportamiento se encuentra, para el caso del periodo de enero a abril, que la variación del precio medio del gasto básico de Gasolina fue menor al de la inflación total³⁰ y, para agosto, que el precio medio de las Hortalizas, legumbres y tubérculos registró una variación interanual negativa.

Por su parte, de mayo a julio y de septiembre a noviembre, la inflación subyacente fue inferior a la inflación total, esto como consecuencia, principalmente, de que los precios medios de la Gasolina y el Gas propano registraron alzas significativas.



³⁰ Al observar que una variación de un precio medio de los bienes y servicios cotizados en el IPC es menor a la inflación total, se puede deducir que esta variación contribuyó a que la inflación no fuera superior a la registrada.



B. CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Activos externos netos (AEN)

Los activos externos netos del Banco de Guatemala -AEN-³¹ o Reservas Internacionales Netas -RIN-, al 30 de noviembre de 2004 alcanzaron un nivel de US\$3,447.9 millones, mostrando un aumento de US\$528.6 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2003.

El aumento de las RIN, como se indicó, es el resultado de ingresos de divisas por US\$922.8 millones, egresos de divisas por US\$576.9 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$182.7 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 Q8,997.5 millones, lo que representa un aumento de Q3,112.7 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 en el mercado financiero internacional, por la recaudación de impuestos y por el ingreso en concepto de regalías por explotación de petróleo. Por su parte, la posición con las entidades del resto del sector público fue de Q4,603.6 millones, mostrando un aumento de Q556.5 millones con respecto al cierre de 2003. Este resultado se deriva, por una parte, del aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q751.6 millones, de los cuales Q574.8 millones corresponden al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS) y, por otra, de la disminución de sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q195.1 millones.

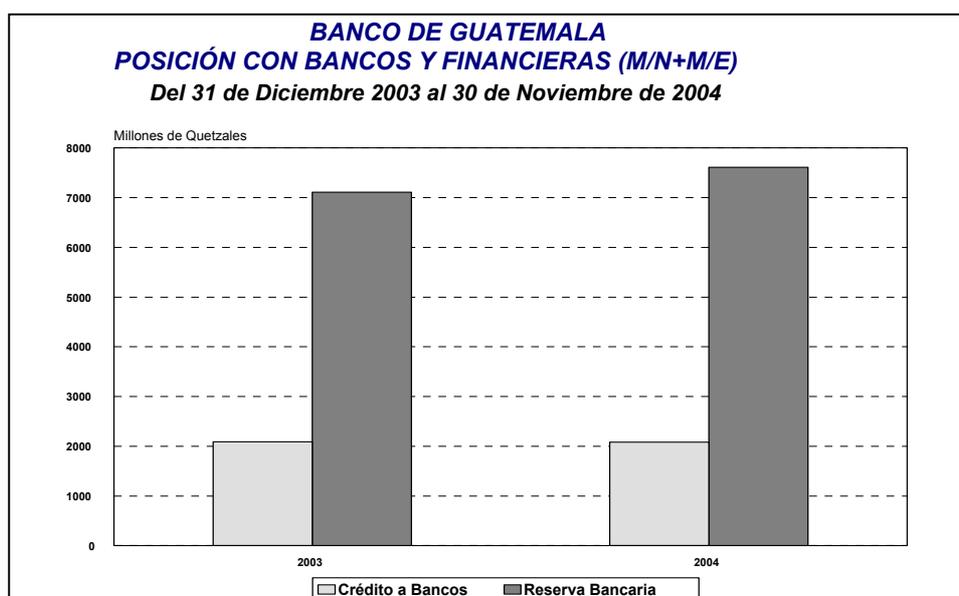


³¹ De conformidad con el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional (FMI), el término activos externos netos es sinónimo de Reservas Internacionales Netas (RIN).



b) Posición con bancos y financieras

Al 30 de noviembre el Banco de Guatemala presentaba una posición con bancos y financieras de Q5,527.0 millones, mayor en Q503.3 millones a la observada a diciembre de 2003, resultado del aumento del monto mantenido por las entidades bancarias en el banco central en concepto de encaje bancario, deducida la amortización de créditos otorgados a bancos del sistema en años anteriores. En efecto, el encaje bancario se incrementó en el periodo en Q499.5 millones, correspondiendo Q300.9 millones al encaje bancario en moneda nacional y Q198.6 millones al encaje bancario por depósitos en moneda extranjera. Por otra parte, los bancos efectuaron amortizaciones al banco central por Q3.8 millones, de las cuales Q1.0 millones corresponden a adelantos para viabilizar programas de reestructuración financiera concedidos en 2000 y Q2.8 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, que son la variable de ajuste del programa monetario y el principal instrumento de regulación monetaria, al 30 de noviembre registraron un crecimiento en moneda nacional de Q1,546.0 millones con respecto al nivel observado a finales del año anterior, registrando un saldo de Q12,342.8 millones. En cuanto a las operaciones de mercado abierto en moneda extranjera, éstas registraron un nivel equivalente a Q50.6 millones³².

³² La Junta Monetaria mediante resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre, autorizó al Banco de Guatemala la recepción de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América. Cabe indicar que el 25 de octubre se adjudicó la primera licitación de los referidos depósitos a plazo.



Respecto al vencimiento de los CDPs en moneda nacional en poder del sector privado, el 31.1% vencerá en lo que resta de 2004, el 54.1% en 2005, el 13.7% en 2006 y el restante 1.1% durante 2008. En cuanto al vencimiento de los CDPs en moneda extranjera en poder del sector privado el 100.0% vencerá en 2005.

Conviene señalar que en cuanto a la estructura de plazos del total de colocaciones, a finales de diciembre del año anterior, el 22.2% estaba a plazos menores de treinta días, mientras que el 77.8% se encontraba colocado a plazos de entre 30 y 875 días; en tanto que al 25 de noviembre de 2004, el 4.0% se encontraba colocado a plazos menores de 30 días, mientras que el 96.0%, a plazos de entre 30 y 1,456 días.



d) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala, al 30 de noviembre, ascendió a Q938.5 millones, monto superior en Q78.3 millones al observado en similar periodo del año anterior. Este efecto monetizante es resultado del pago de intereses por colocaciones de CDPs realizadas en 2003, cuyo vencimiento se concentró en el primer semestre de 2004, así como del pago de intereses derivado de la realización de operaciones de mercado abierto durante el presente año. El componente con mayor participación en el total de gastos corresponde, principalmente, a los intereses de las operaciones de mercado abierto por Q863.8 millones y, por el lado de los ingresos, a los intereses percibidos por la inversión de los activos externos por Q299.7 millones.



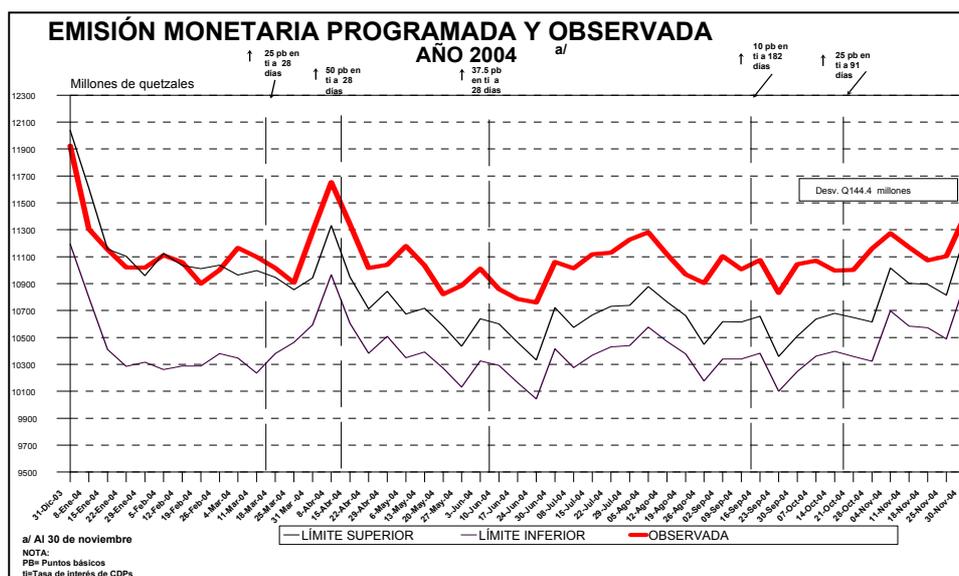
C. VARIABLES INDICATIVAS

En resolución JM-171-2003 del 23 de diciembre de 2003, la Junta Monetaria dispuso, entre otros aspectos, que con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se estaban logrando las metas, se debía dar seguimiento a diez variables indicativas. En ese sentido, a continuación se presenta el comportamiento que durante 2004 mostró cada una de las referidas variables.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario revisado para 2004³³, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería al finalizar el año en alrededor de 5% en relación al nivel observado a finales de 2003. Dicha variación es compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 2.6% y con una meta de inflación de entre 4% y 6%. Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los posibles cambios que podrían registrarse en el año.

El comportamiento observado y programado de la emisión monetaria durante 2004 se puede observar en la gráfica siguiente.



Hasta el 26 de febrero de 2004 la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo alrededor del límite superior del corredor programado, lo cual fue

³³ La Junta Monetaria, mediante Resolución JM-82-2004 del 4 de agosto de 2004, en ocasión de conocer el Informe de Política Monetaria a Junio de 2004, modificó el programa monetario a la luz de la disponibilidad de información observada del primer semestre del año y, fundamentalmente, de las proyecciones fiscales para el segundo semestre proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, basadas en las modificaciones fiscales que el 29 de junio aprobara el Congreso de la República. En ese contexto, por el lado de la oferta de emisión monetaria se efectuó un ajuste en las reservas monetarias internacionales, tomando en cuenta las compras de divisas realizadas en el SINEDI durante el primer semestre del año; el nuevo financiamiento externo previsto tanto en eurobonos como en préstamos externos; las colocaciones previstas de bonos con residentes en moneda extranjera; y, las necesidades del sector público para atender el servicio de su deuda externa. Cabe indicar que en las nuevas cifras fiscales que incorporaban las reformas a las leyes impositivas, el déficit fiscal se mantuvo en 2% respecto al producto interno bruto. En cuanto a la estimación de la demanda de emisión monetaria, la misma fue ajustada, de conformidad con los resultados econométricos obtenidos por el Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala.



posible porque el nivel de OMAs aumentó en Q536.0 millones, neutralizando de esta manera los excesos de liquidez primaria generados en el periodo.

En el periodo comprendido entre el 27 de febrero y el 30 de noviembre de 2004, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado. El origen del referido desvío se asocia, básicamente, a la monetización externa derivada de las compras de divisas efectuadas por el Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas. Dicha monetización fue moderada parcialmente por el comportamiento más desmonetizante que, con respecto a lo programado, tuvo la posición del Sector Público Consolidado y la posición con bancos y financieras, así como por el aumento de las OMAs que se dio a partir de mediados de octubre, lo cual fue fundamental para que, luego de alcanzar niveles de alrededor de Q500.0 millones en el tercer trimestre del año, a finales de noviembre el desvío de la emisión monetaria se ubicara en Q144.4 millones.

Con relación al comportamiento de las operaciones de mercado abierto se pueden distinguir cinco fases. La primera, que abarca las primeras tres semanas del mes de enero, cuando su nivel aumentó alrededor de Q866.0 millones, principalmente por la disminución estacional que se da en la demanda de emisión monetaria programada. La segunda fase, que abarca la cuarta semana de enero y los meses de febrero y marzo, en la que el nivel de operaciones de mercado abierto se redujo en alrededor de Q1,464.0 millones. Este comportamiento se asocia, por un lado, a que el Banco Central a fin de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas y dado que en los meses de enero y febrero el ritmo inflacionario aumentó a niveles no muy superiores al rango previsto como meta para fin de año por la Junta Monetaria, ejecutó dicha política de manera gradual y prudente y, por otro lado, a que en el marco de la coordinación de la política monetaria y fiscal, el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicas acordaron que a partir del 23 de enero, el primero participara colocando CDPs a plazos menores de un año, mientras que el referido ministerio lo haría a plazos más largos.

La tercera fase abarca el periodo de abril, mayo y junio, en la que el desvío de la emisión monetaria se mantuvo alrededor del nivel observado a finales de marzo, lo cual fue posible debido a que el nivel de operaciones de mercado abierto se incrementó en alrededor de Q1,030.0 millones. El aumento de las OMAs puede asociarse a una respuesta positiva por parte de los inversionistas a los incrementos realizados en abril y junio de 2004 en la tasa de interés para las colocaciones de CDPs a 28 días-plazo, los cuales propiciaron que el nivel de captaciones aumentara.

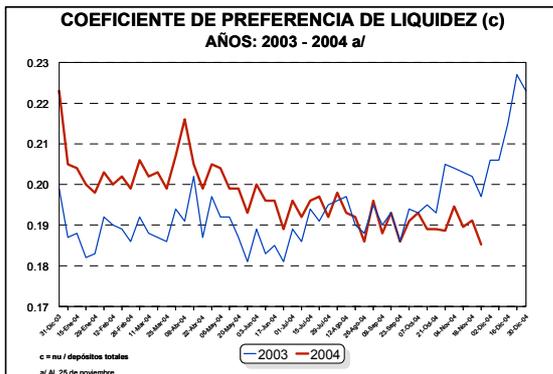
En la cuarta fase, que se registró entre julio y octubre, el desvío de la emisión monetaria aumentó respecto del trimestre anterior, observando al 28 de octubre su nivel más alto del año (Q544.7 millones). Cabe indicar que en ese periodo la monetización generada por la compra de divisas por parte del Banco de Guatemala en el SINEDI por US\$129.0 millones (equivalente a aproximadamente



Q1,032.0 millones) fue neutralizada por el efecto desmonetizante que generó el aumento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, los cuales fueron superiores en Q1,473.0 millones con respecto de lo programado; sin embargo, no obstante los ajustes realizados en ese periodo en relación a las operaciones monetarias, el saldo de las operaciones de mercado abierto con el sector privado fue menor en Q1,633.0 millones con respecto al programado.

En el contexto descrito, cabe indicar que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en el marco de la Política Monetaria Cambiaria y Crediticia vigente en 2004, adoptó las medidas siguientes: En primer término, el 22 de julio el Comité de Ejecución acordó que se estableciera un cupo de captación para las operaciones de 28 días con el propósito, por un lado, de desalentar la demanda de títulos a ese plazo (en el contexto de una marcada apreciación cambiaria que podría estar haciendo aún más rentables las inversiones al referido plazo y atrayendo capitales especulativos de países vecinos) y, por otro, incentivar la demanda a plazos mayores a efecto de propiciar una neutralización más permanente de la liquidez primaria que contribuyera a la reducción del desvío de la emisión monetaria; en segundo término, con el objeto de fortalecer la citada decisión, el Comité de Ejecución acordó el 31 de agosto dejar de operar al plazo de 28 días y con el fin de transmitir un mensaje preciso en cuanto a que la medida adoptada no implicaba un relajamiento monetario, acordó que en las operaciones que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) se adicionaran los plazos de 91 y 182 días, estableciéndoles un cupo de captación para las mismas; y, en tercer término, en virtud de no existir evidencia de que las colocaciones al plazo de 28 días estuvieran atrayendo capitales del exterior, el Comité de Ejecución consideró que era posible volver a operar a ese plazo sin el riesgo de que se produjeran flujos de capital adicionales. En ese sentido, el 25 de octubre, acordó la reapertura del plazo de 28 días y la adición del plazo de 21 días en la MEBD y en las bolsas de valores. Con la aplicación de las medidas descritas se logró una recomposición de las colocaciones de CDPs hacia plazos más largos (particularmente hacia el plazo de 91 días, cuya tasa en ese momento se convirtió en la tasa de política dado que econométricamente se demostró que era el plazo que mayor influencia ejerce sobre la inflación).

La quinta y última fase, inicia a partir de noviembre, en la que el desvío de la emisión monetaria se redujo notablemente, al pasar de Q544.7 millones el 28 de octubre a Q144.4 millones el 30 de noviembre. Dicha reducción está asociada, principalmente, a un incremento en el nivel de operaciones de mercado abierto con el sector privado con respecto de lo programado por Q2,188.0 millones. Cabe indicar que entre los factores de demanda que han contribuido a la reducción del desvío de la emisión monetaria en el año se encuentra el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, el cual se ha venido reduciendo en lo que va de 2004, tal como sucedió en otros años post-electorales (1991, 1996 y 2000), situación que ha permitido que el ritmo de crecimiento interanual de la emisión monetaria se haya desacelerado gradualmente en el transcurso de 2004, ubicándose al 30 de noviembre alrededor del nivel programado para fin de año.



En cuanto al comportamiento de las operaciones de mercado abierto en el periodo citado, cabe mencionar que las mismas se incrementaron aproximadamente Q1,272.0 millones, situación que se asocia, principalmente, a una mayor demanda de títulos del Banco Central por parte de los inversionistas, particularmente los de corto plazo.

Por último, cabe indicar que para evitar que el efecto inflacionario del aumento en el precio internacional del petróleo se extendiera a todos los sectores de la economía, y a fin de abatir las expectativas inflacionarias observadas en el transcurso del año se ajustaron en cinco ocasiones las tasas de interés de las operaciones monetarias del Banco Central. Dichos ajustes, dado que el efecto inflacionario del incremento del precio internacional del petróleo persistió durante todo el año y que ello podía incidir negativamente en las expectativas de los agentes económicos, se adoptaron con el fin de enviar un mensaje del compromiso del Banco Central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento del nivel general de precios.

2. Inflación subyacente esperada

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estableció que, en adición al monitoreo de la inflación subyacente observada, se utilizara la inflación subyacente esperada como variable de seguimiento.

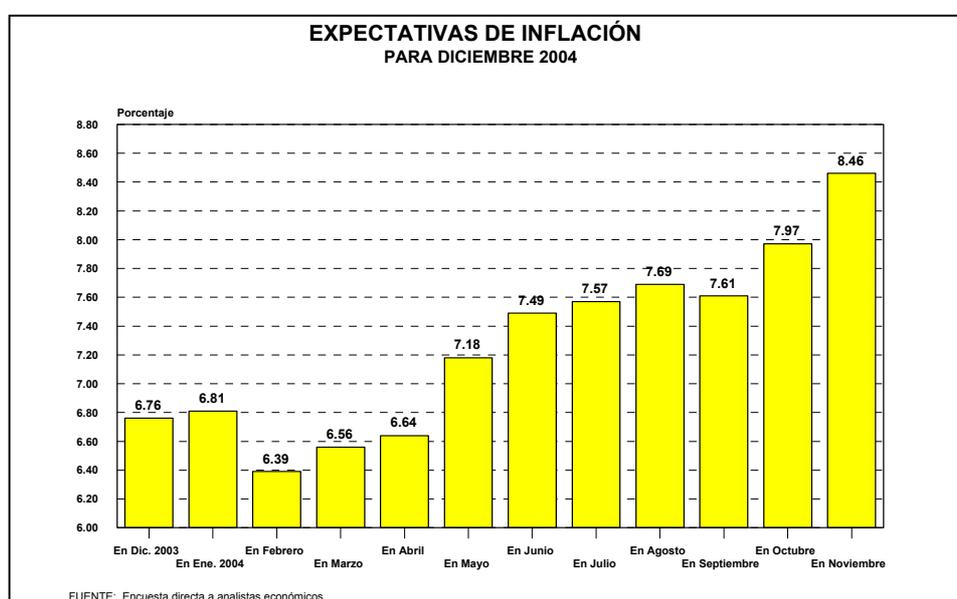
La estimación de dicha variable se calcula mediante un modelo ARIMA (modelo de serie de tiempo autoregresivo, integrado y de promedios móviles) que contiene información estadística mensual de la inflación subyacente desde enero de 1994 hasta la última fecha disponible (noviembre de 2004). Según dicho modelo, a noviembre de 2004 la estimación de la inflación subyacente para finales de año es de 8.47%, superior al rango meta determinado por la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4% - 6%).



3. Expectativas de inflación del panel de expertos económicos

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

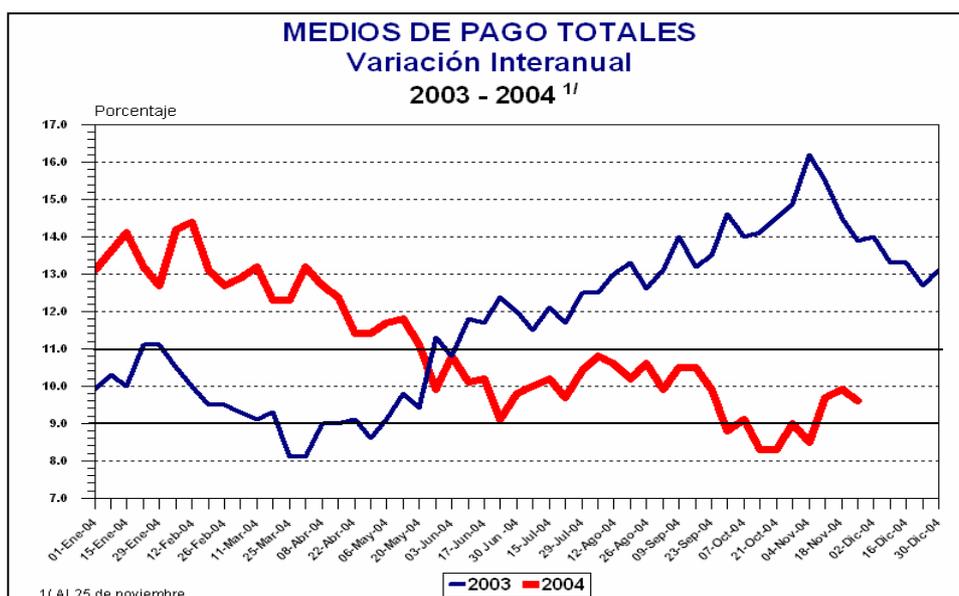
La Encuesta de Expectativas de Inflación del Panel de Expertos Económicos del Sector Privado -EEI-³⁴ se levanta mensualmente; según los resultados de la encuesta levantada en noviembre, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 8.46%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0%-6.0%).



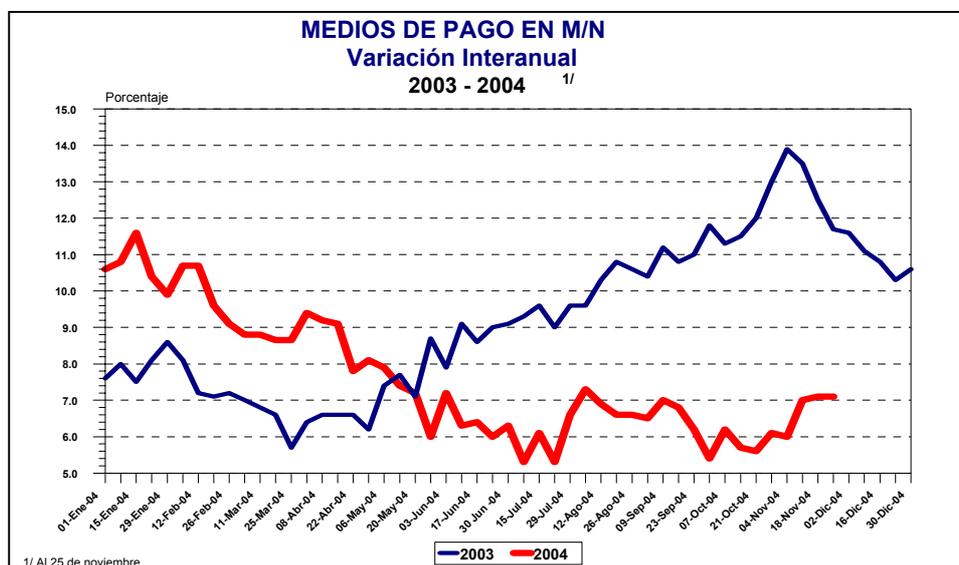
4. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 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 totales (M2 y M3) crecerían entre 9% y 11%, en términos interanuales. Al 25 de noviembre, los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) correspondientes a M2 alcanzaron un nivel de Q62,220.7 millones, lo que representa un crecimiento, en términos interanuales, de 9.6%. Dicho porcentaje se encuentra dentro del rango previsto en la política monetaria vigente.

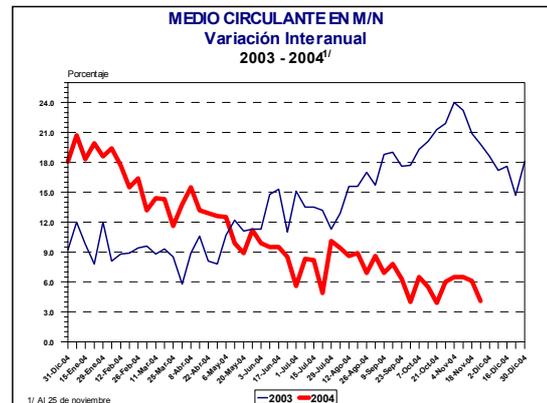
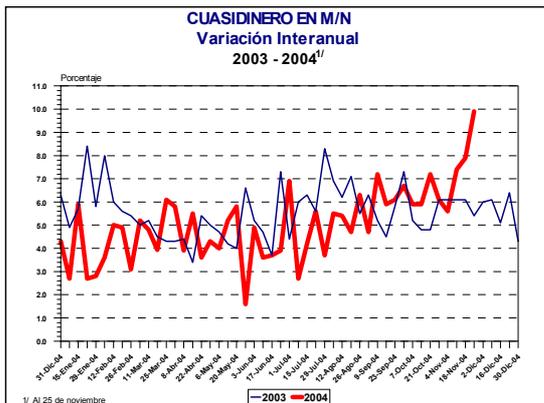
³⁴ Encuesta mensual dirigida a expertos nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, que permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



Por su parte, el M2 en moneda nacional registró, al 25 de noviembre, un saldo de Q55,478.4 millones, con un crecimiento interanual de 7.1% (Q3,685.0 millones), inferior en 4.6 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (11.7%).



Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidinero registró una tasa de crecimiento interanual de 9.9% (Q2,695.3 millones) y el medio circulante de 4.0% (Q989.7 millones).



Por su parte, los medios de pago (M2) en moneda extranjera registraron, al 25 de noviembre, un saldo equivalente a Q6,742.2 millones, con un crecimiento interanual de Q1,775.6 millones (35.8%) inferior en 7.4 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (43.2%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció por el equivalente de Q951.9 millones (34.9%) y los depósitos monetarios por el equivalente de Q823.7 millones (36.8%), 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 25 de noviembre un saldo de Q57,732.9 millones, con un crecimiento interanual de 6.3%. El total del agregado monetario en moneda nacional y en moneda extranjera (M3) fue de Q65,143.0 millones, equivalente a un incremento de Q3,741.0 millones (6.1%) respecto del nivel observado en diciembre de 2003 y a un incremento de Q5,278.3 millones (8.8%) en términos interanuales.

5. Crédito de los bancos al sector privado

a) Tasa de crecimiento

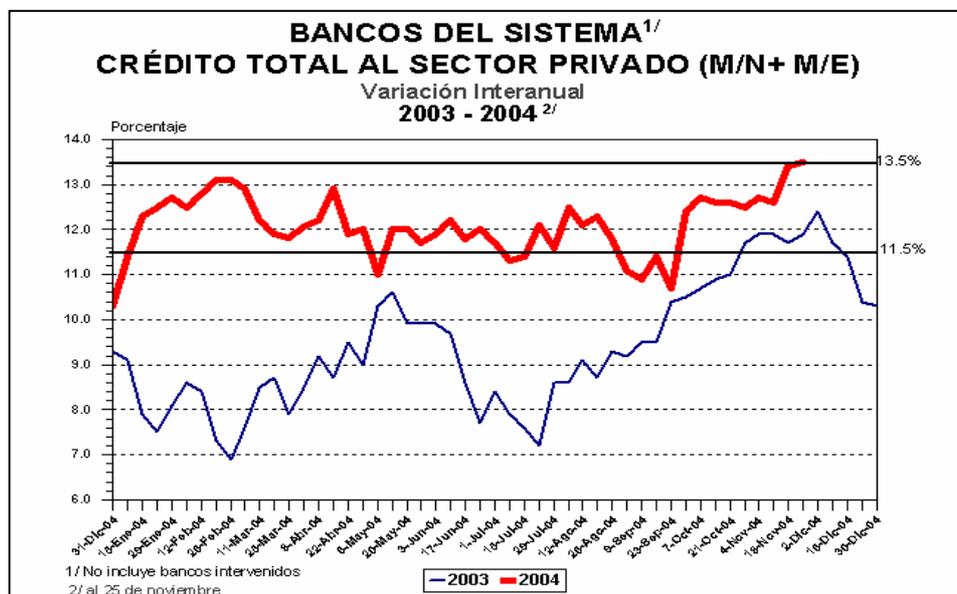
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento interanual de entre 11.5% y 13.5%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 25 de noviembre de 2004, el crédito bancario total al sector privado (moneda nacional más moneda extranjera) se ubicó en Q38,510.0 millones, registrando una tasa de crecimiento interanual de 13.5%³⁵ (Q4,589.1 millones), la cual se encuentra en el límite superior del rango previsto en la política monetaria vigente.

³⁵ No incluye tres bancos intervenidos administrativamente.



Al analizar el comportamiento que durante 2004 registró el crédito bancario al sector privado total, se puede observar que en la mayor parte del año la variación interanual se mantuvo dentro del rango establecido en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004.



En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q28,760.1 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 13.7% (Q3,474.3 millones), superior en 6.8 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (6.9%). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q9,749.9 millones, con un crecimiento interanual de 12.9% (Q1,114.8 millones), inferior en 16.5 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (29.4%).

b) Cartera crediticia por actividad económica

Al 31 de octubre de 2004 (última información disponible), sin incluir a los bancos intervenidos administrativamente, la cartera crediticia del sistema bancario se situó en Q34,234.9 millones, monto superior en Q3,108.3 millones (10.0%) al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que el 91.3% de la cartera crediticia bancaria se concentra en los sectores de *consumo y transferencias; comercio; industria; construcción; y, agricultura*.

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de enero a octubre de 2004 ésta se ha distribuido de la manera siguiente:



SISTEMA BANCARIO^{1/}
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONOMICA
EN LOS PERIODOS QUE SE INDICAN

- Millones de quetzales y en porcentajes -

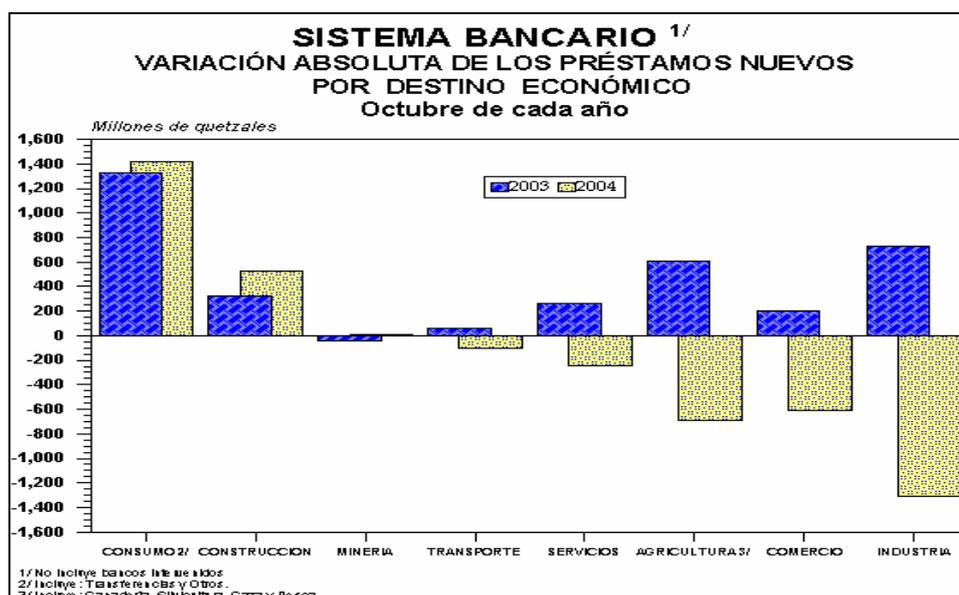
| DESTINO | DICIEMBRE | OCTUBRE | VARIACION ACUMULADA | | ESTRUCTURA % | |
|---|-----------------|-----------------|---------------------|---------------------|-------------------|-----------------|
| | 2003 (A) | 2004 (B) | ABSOLUTA B - A | RELATIVA (%) B/A | DICIEMBRE 2003 | OCTUBRE 2004 |
| Total | 31,126.6 | 34,234.9 | 3,108.3 | 10.0 | 100.0 | 100.0 |
| Agricultura, ganadería silvicultura, caza y pesca | 2,757.9 | 2,502.0 | -255.9 | -9.3 | 8.9 | 7.3 |
| Explotación minas y canteras | 14.1 | 11.0 | -3.1 | -22.0 | 0.0 | 0.0 |
| Industria manufacturera | 3,473.4 | 3,384.9 | -88.5 | -2.5 | 11.2 | 9.9 |
| Electricidad, gas y agua | 452.3 | 669.7 | 217.4 | 48.1 | 1.5 | 2.0 |
| Construcción | 1,919.3 | 2,742.1 | 822.8 | 42.9 | 6.2 | 8.0 |
| Comercio | 7,287.2 | 6,627.7 | -659.5 | -9.1 | 23.4 | 19.4 |
| Transporte y almacenamiento | 224.5 | 226.2 | 1.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas | 1,227.1 | 1,155.5 | -71.6 | -5.8 | 3.9 | 3.4 |
| Servicios comunales, sociales y personales | 979.8 | 926.9 | -52.9 | -5.4 | 3.1 | 2.7 |
| Consumo, transferencias y otros | 12,791.0 | 15,989.0 | 3,198.0 | 25.0 | 41.1 | 46.7 |

1/ No incluye bancos intervenidos.

c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 31 de octubre de 2004 el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q21,760.7 millones, monto inferior en Q1,021.9 millones (4.5%) al registrado en igual periodo del año anterior.

La reducción de los préstamos nuevos refleja, por una parte, la disminución del financiamiento canalizado a la industria (Q1,313.0 millones); a la agricultura (Q694.6 millones); al comercio (Q614.0 millones); a los servicios (Q247.5 millones); y al transporte (Q107.0 millones); así como el aumento que registró el financiamiento al consumo (Q1,418.3 millones); a la construcción (Q529.3 millones); y a la minería (Q6.6 millones).



6. Tasas de interés

a) De operaciones de mercado abierto i) En moneda nacional

Durante el periodo comprendido de enero a noviembre de 2004, en las operaciones de mercado abierto de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y en las bolsas de valores, las tasas de interés correspondientes a los plazos de 7 y 14 días se mantuvieron estables, en tanto que, derivado de las decisiones del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, orientadas a evitar que el efecto inflacionario del aumento en el precio internacional del petróleo se extendiera a todos los sectores de la economía, y a fin de abatir las expectativas inflacionarias, en el plazo de 28 días la tasa de interés registró alzas nominales de 25 puntos básicos el 15 de marzo, 50 puntos básicos el 13 de abril y de 37.5 puntos básicos el 8 de junio.

A partir de septiembre, el Comité de Ejecución decidió adicionar a la participación en los referidos mecanismos los plazos de 91 y 182 días, con el propósito de lograr cambios graduales en la composición de las captaciones realizadas hacia plazos más largos y, con el objetivo adicional de desalentar los flujos de capital hacia el país, suspendió temporalmente la participación a 28 días. Adicionalmente, ante la persistencia de presiones inflacionarias, el 18 de octubre dicho comité decidió incrementar la tasa de interés de 91 días en 25 puntos básicos.

A finales de octubre el Comité de Ejecución adicionó el plazo de 21 días y decidió la reapertura del de 28 días, decisión que fue orientada a evitar la volatilidad en el mercado de dinero asociada al manejo de la liquidez bancaria. La reapertura del plazo de 28 días también respondió a que no había



evidencia de que dicho plazo estuviera incentivando el flujo de capitales al país³⁶. Para tal efecto, las tasas de interés de dichos plazos se determinaron en función de las tasas a plazos de 14 y 91 días de los depósitos a plazo. Seguidamente se presenta el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderado mensual en los mecanismos referidos.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
MESA ELECTRONICA BANCARIA DE DINERO Y BOLSAS DE VALORES
DE ENERO A NOVIEMBRE DE 2004
- En porcentajes -

| PLAZO EN DÍAS | ENERO | FEBRERO | MARZO | ABRIL | MAYO | JUNIO | JULIO | AGOSTO | SEPTIEMBRE | OCTUBRE | NOVIEMBRE |
|---------------|-------|---------|-------|-------|------|-------|-------|--------|------------|---------|-----------|
| 7 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.55 | 2.53 |
| 14 | 2.61 | 2.61 | 2.61 | 2.61 | 2.61 | - | 2.61 | 2.61 | 2.61 | 2.61 | 2.61 |
| 21 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 2.93 |
| 28 | 4.50 | 4.50 | 4.72 | 5.17 | 5.25 | 5.58 | 5.63 | 5.54 | - | - | 3.24 |
| 91 | - | - | - | - | - | - | - | - | 5.85 | 5.93 | 6.10 |
| 182 | - | - | - | - | - | - | - | - | 6.10 | - | - |

Por su parte, las tasas de interés de operaciones de mercado abierto a plazos mayores de 28 días y hasta 364 días, en el mecanismo de licitación, de enero a agosto, se ajustaron en función de las modificaciones realizadas a la tasa de interés de 28 días³⁷. En ese sentido, la tasa de interés de 182 días registró alzas nominales de 30 y 35 puntos básicos en abril y junio, respectivamente, mientras que la tasa de interés de 364 días se incrementó 50 puntos básicos en junio.

A partir de septiembre, las tasas de interés a plazos mayores de un año se ajustaron en función de la tasa de 91 días³⁸. En ese sentido, la tasa de interés de operaciones de 728 días registró una disminución de 50 puntos básicos. Seguidamente se presenta el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderado mensual en el mecanismo de licitación.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL
DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
LICITACIÓN
DE ENERO A NOVIEMBRE 2004
- En porcentajes -

| PLAZO EN DÍAS | ENERO | FEBRERO | MARZO | ABRIL | MAYO | JUNIO | JULIO | AGOSTO | SEPTIEMBRE | OCTUBRE | NOVIEMBRE |
|---------------|-------|---------|-------|-------|------|-------|-------|--------|------------|---------|-----------|
| 91 | 4.89 | 4.90 | | | | | | 5.85 | 5.85 | 6.02 | 6.10 |
| 154 | | | 5.25 | | | | | | | | |
| 182 | | | | 5.36 | 5.65 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.08 | 6.15 | 6.15 |
| 336 | 5.93 | | | | | | | | | | |
| 364 | | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.48 | 6.50 | 6.50 | 6.50 | 6.50 | 6.50 |
| 490 | 6.66 | | | | | | | | | | |
| 546 | | | | | 7.00 | 7.00 | 6.96 | 6.95 | | | |
| 700 | 7.65 | | | | | | | | | | |
| 728 | | | | | | 7.65 | 7.65 | | 7.15 | 7.15 | 7.15 |
| 1456 | | | | | | | | | 8.20 | 8.20 | 8.20 |

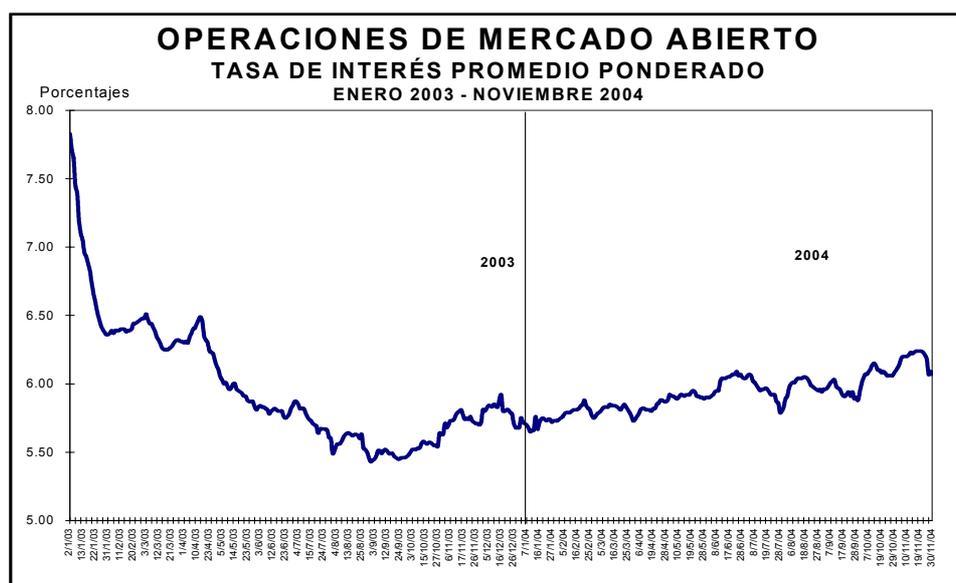
³⁶ En efecto, se observó que al eliminarse el plazo de 28 días, los recursos que estaban siendo neutralizados a ese plazo se trasladaron a los plazos de 91 y 182 días, sin haber disminuido de manera substancial el saldo de las operaciones de mercado abierto.

³⁷ Para el efecto, se tomó en cuenta la tasa de interés a plazo de 3 años de los bonos del tesoro del gobierno central.

³⁸ Para el efecto, se tomó en cuenta la tasa de interés a plazo de 4 años de los bonos del tesoro del gobierno central.



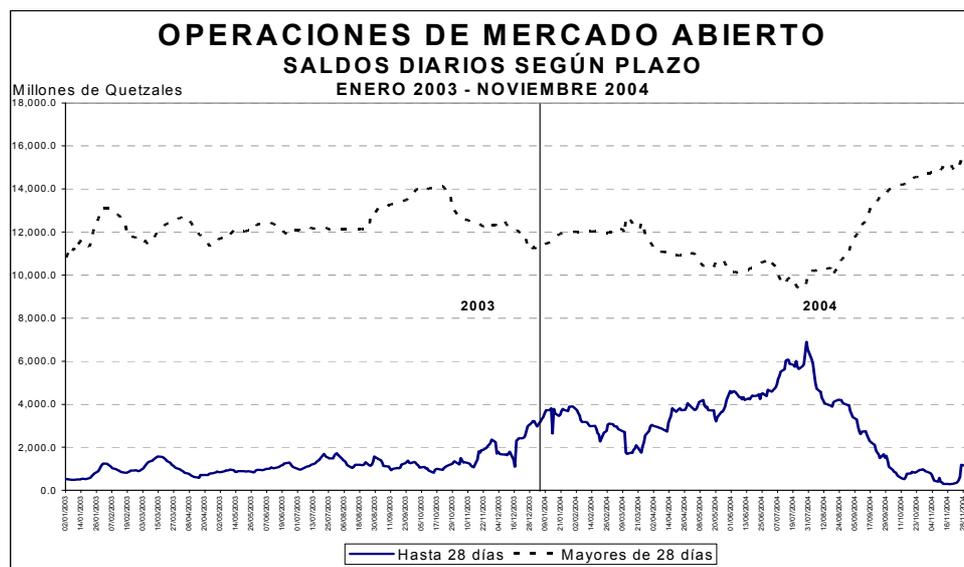
En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de las operaciones de mercado abierto, durante el periodo de enero a noviembre de 2004, ésta mostró un comportamiento moderado al alza, al pasar de 5.68% a 6.07%, como consecuencia de los incrementos nominales en las tasas de interés y por el cambio en la estructura del saldo de OMA, de plazos menores a plazos mayores.



Al 30 de noviembre de 2004, el saldo vigente del total de operaciones de mercado abierto se situó en Q16,806.1 millones³⁹. El comportamiento por plazo del saldo total de las operaciones monetarias puede dividirse en dos periodos, atendiendo al plazo al que se colocan: el primero, de enero a julio, en el que se observa un incremento gradual en el saldo de las operaciones de corto plazo (hasta 28 días) y una disminución en las operaciones de largo plazo (mayores de 28 días); y, el segundo, de agosto a noviembre, en el cual se evidencia un comportamiento contrario, ya que se observa una disminución del saldo de las operaciones de corto plazo y un incremento en las de largo plazo. En este contexto, durante el periodo analizado las colocaciones netas a corto plazo disminuyeron Q1,951.0 millones, en tanto que las colocaciones netas a largo plazo aumentaron Q4,229.8 millones.

Como puede observarse en la gráfica siguiente, durante el periodo analizado dichas operaciones se han concentrado a plazos mayores a un mes, al representar el 92.4% del saldo vigente.

³⁹ Incluye saldo vencido pendiente de pago por Q30.7 millones.



ii) En moneda extranjera

El Comité de Ejecución, de conformidad con la resolución JM-99-2004 del 8 de septiembre de 2004, decidió que el Banco de Guatemala, a partir del 8 de octubre, convocara a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América con el propósito de coadyuvar a reducir la volatilidad observada en el tipo de cambio. En este contexto, al 30 de noviembre de 2004 el saldo vigente de estas operaciones se situó en US\$6.3 millones, habiéndose colocado US\$1.0 millones en octubre a una tasa de 2.70%, y US\$5.3 millones en noviembre a una tasa de 2.83%.

b) Tasa parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”⁴⁰, 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.

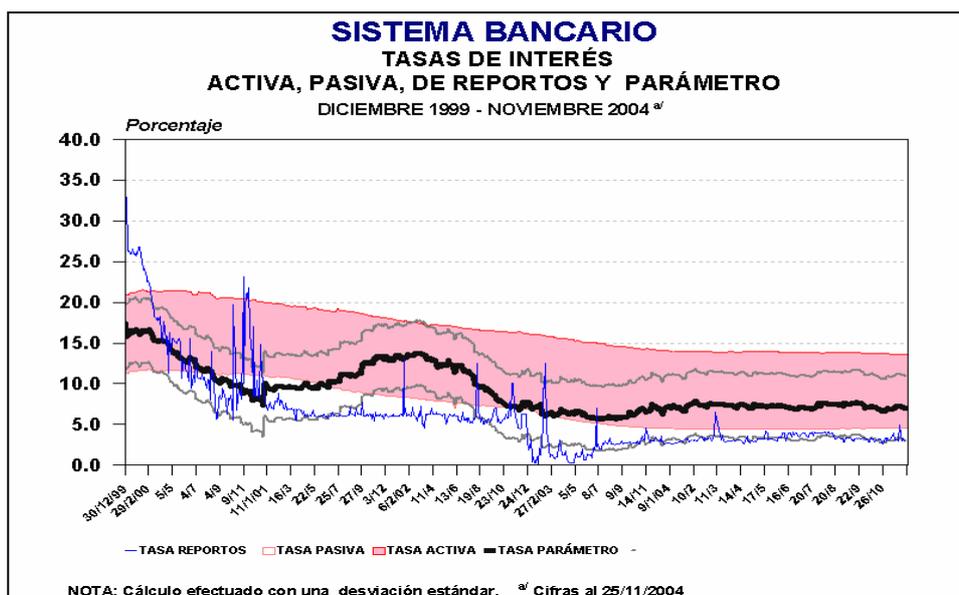
Al 25 de noviembre, la tasa parámetro se ubicó en 6.95% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 10.90% y 3.00%, respectivamente. Cabe indicar que dados los volúmenes positivos de liquidez observados en el sistema bancario durante 2004, la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido alrededor del límite inferior

⁴⁰ La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado “Tasa Parámetro”.



de la banda de la tasa parámetro. En particular, al 25 de noviembre dicha tasa se situó en 3.07%, por encima 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.



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 no cubierta 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).⁴¹ 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

⁴¹ 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 indicador estándar de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.

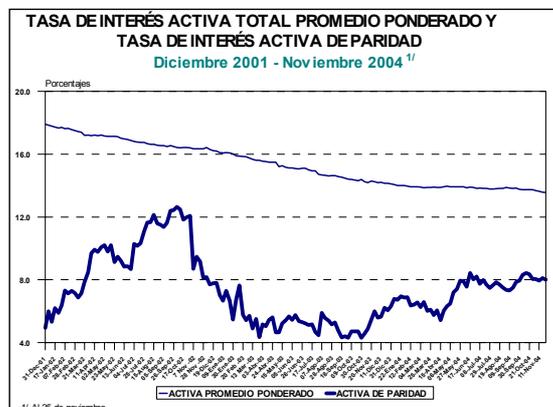


capitales al país; en cambio, cuando esa brecha es negativa, ello puede propiciar una salida de capitales.

Para efectos de medición, en el presente análisis se utilizan las tasas LIBOR (London Interbank Offered Rate) y LIBID (London Interbank Bid Rate) 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 comprendido entre el 31 de diciembre de 2003 y el 25 de noviembre de 2004, 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 25 de noviembre la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 13.56%, en tanto que la tasa activa de paridad fue de 8.01%.

Por su parte, durante el periodo enero a mayo la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica) fue superior a la tasa pasiva de paridad. A partir de la primera quincena de mayo la tasa pasiva de paridad fue superior a la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo. En efecto, al 25 de noviembre la tasa para depósitos a plazo alcanzó 6.84%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.88%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que desde mediados de mayo habría resultado más favorable ahorrar externamente.

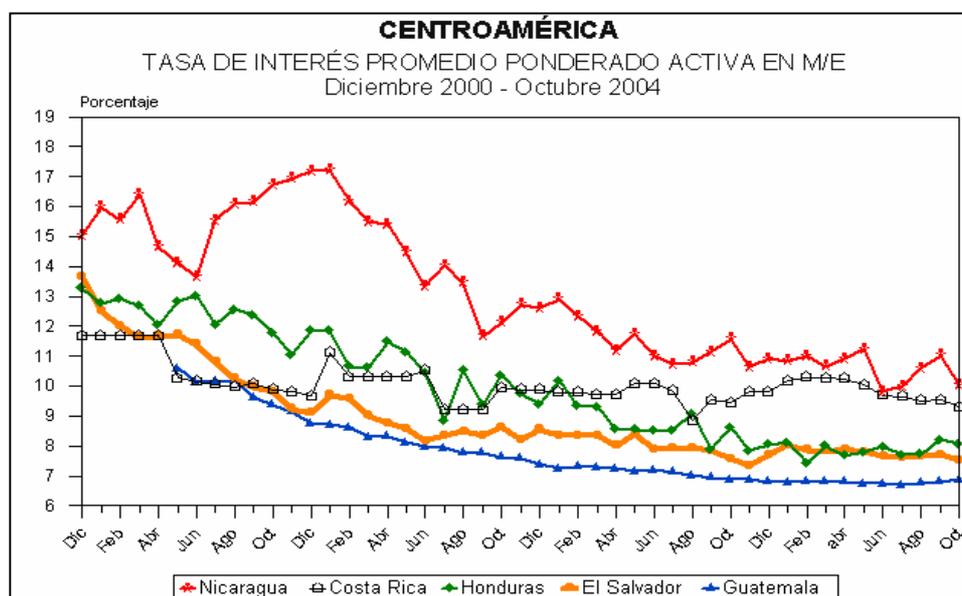




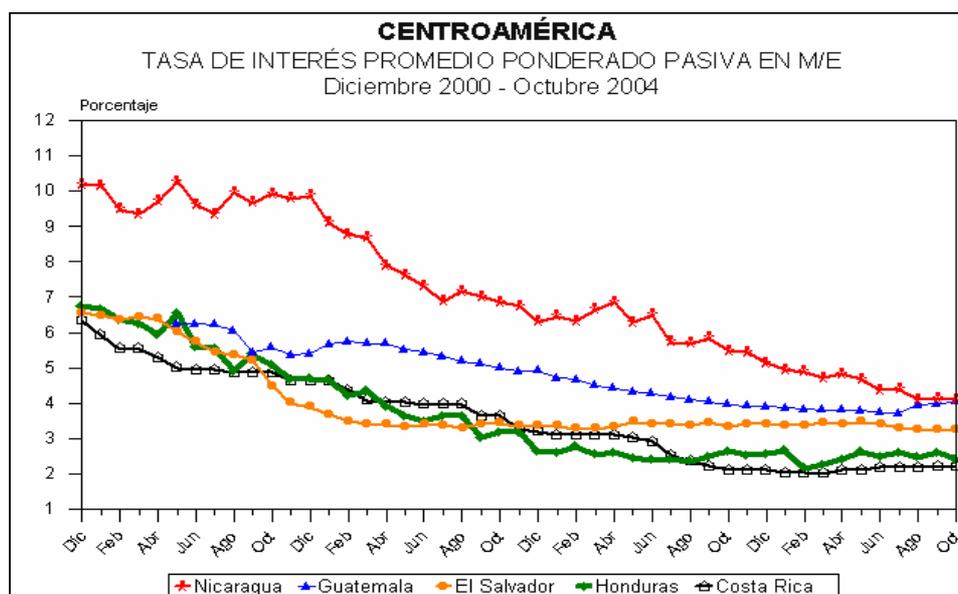
d) Tasas de interés en moneda extranjera, promedio ponderado, en Centroamérica

Tomando en cuenta la importancia de comparar instrumentos financieros homogéneos entre los países del área centroamericana, en el presente apartado se comparan las tasas de interés que aplican los bancos del área en operaciones activas y pasivas en dólares de los Estados Unidos de América.

Dentro de este contexto, según información disponible a octubre de 2004, Nicaragua presenta la tasa de interés activa más alta, situándose en 10.05%; le siguen Costa Rica, Honduras y El Salvador, con tasas de 9.30%, 8.08% y 7.53%, respectivamente y, por último, se sitúa Guatemala, con una tasa activa del sistema bancario de 6.89%.



En cuanto a las tasas de interés pasivas de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, de acuerdo con la última información disponible a octubre de 2004, Nicaragua también presentó la tasa más alta, situándose en 4.09%, seguido de Guatemala, El Salvador y Honduras, que alcanzaron 4.04%, 3.26% y 2.41%, respectivamente y, por último, Costa Rica, con una tasa de 2.21%.



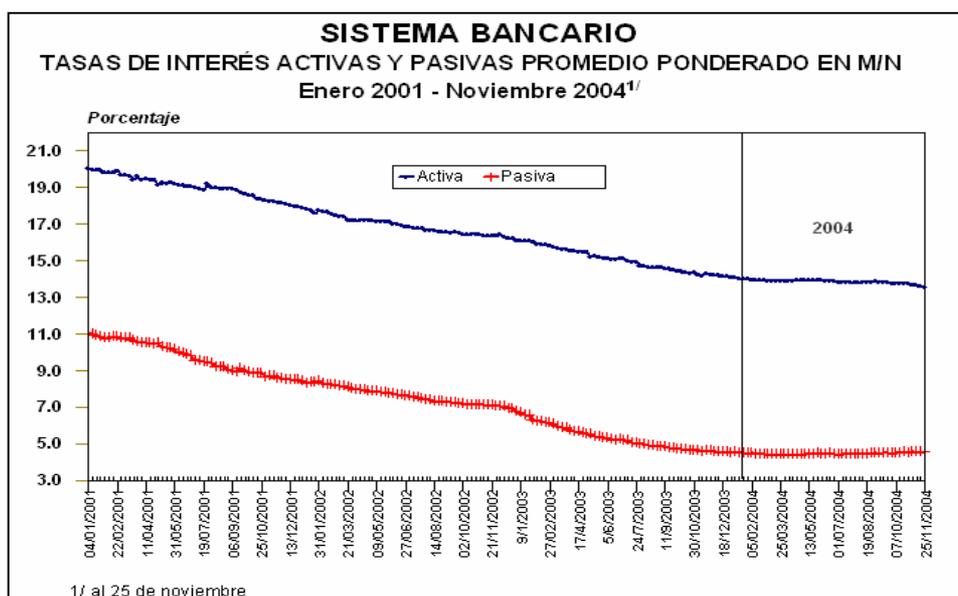
Tomando como referencia las tasas de interés, promedio ponderado, de los sistemas bancarios de Centroamérica, se puede inferir que, sin tomar en cuenta el riesgo país ni los costos de transacción, resulta más favorable financiarse en el sistema bancario guatemalteco y ahorrar en el sistema bancario nicaragüense.

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

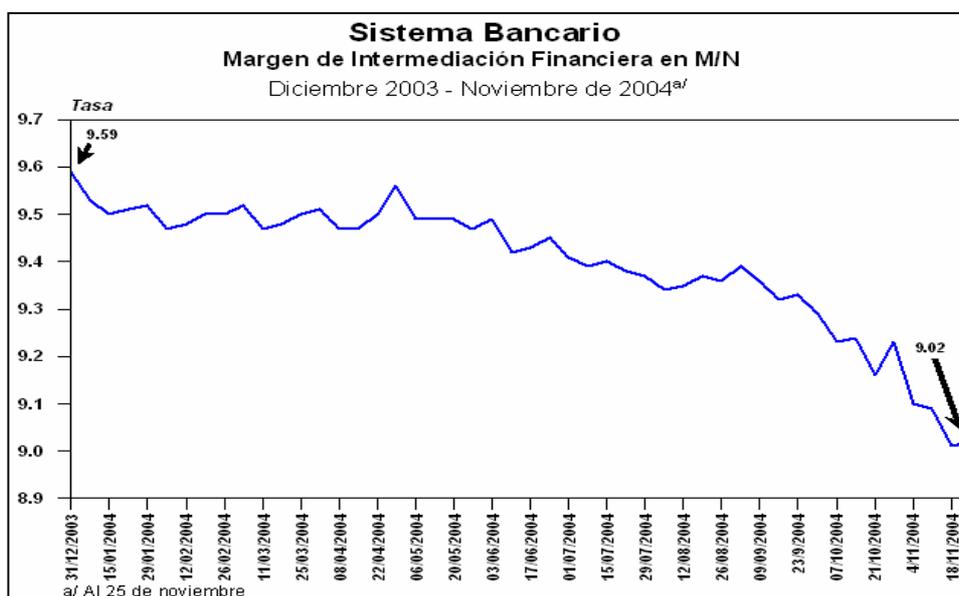
i) En moneda nacional

De enero a noviembre de 2004, las tasas de interés, promedio ponderado, continuaron mostrando un comportamiento estable con tendencia hacia la baja. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al finalizar noviembre se situó en 13.56% anual, menor en 0.55 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2003 (14.11%); mientras que la tasa pasiva se ubicó en 4.54%, superior en 0.02 puntos porcentuales respecto a la registrada al 31 de diciembre de 2003 (4.52%).

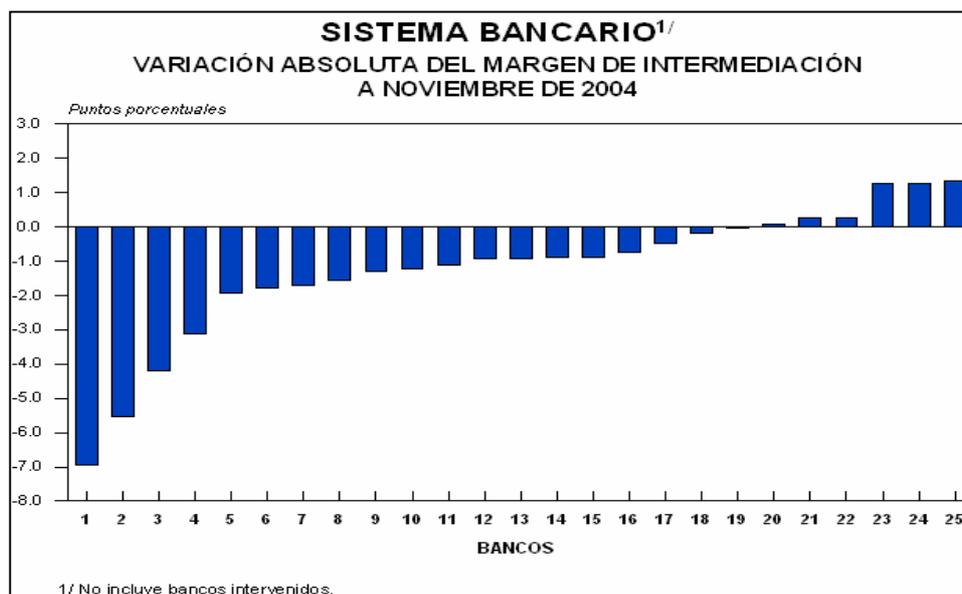
Cabe indicar que el nivel de las referidas tasas de interés es el más bajo que se ha registrado desde 1989, año en el que se inició el proceso de modernización y fortalecimiento del sistema bancario.



Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activas y pasivas, el margen de intermediación financiera se redujo durante el periodo en 0.57 puntos porcentuales, al pasar de 9.59% (diciembre 2003) a 9.02% (noviembre 2004).

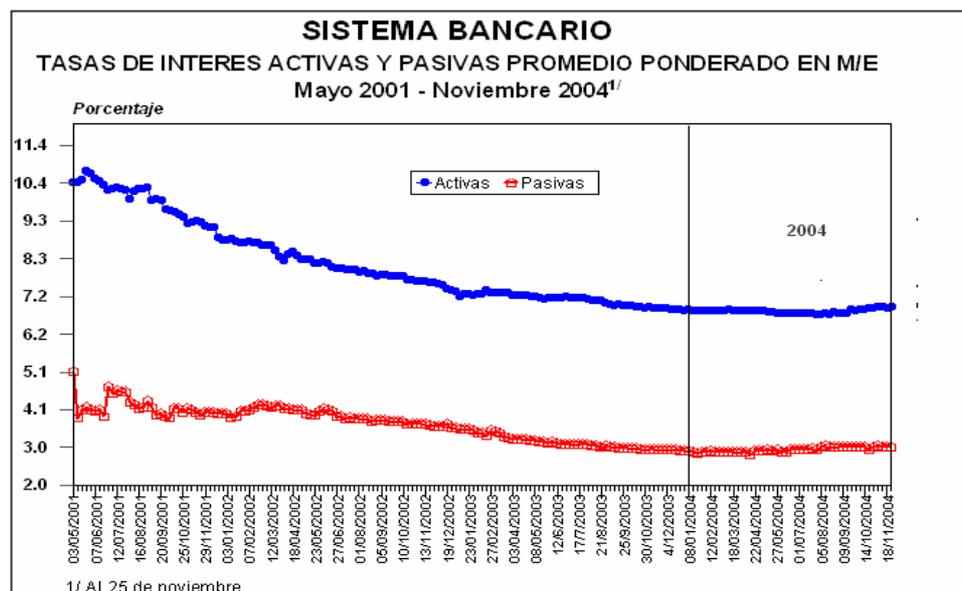


Cabe indicar que la reducción en el margen de intermediación financiera se dio en 19 bancos, en tanto que en 6 el mismo registró un leve aumento. Dicha situación estaría asociada a la mejora en la eficiencia y competitividad de las instituciones bancarias.



ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, en moneda extranjera durante 2004 han mostrado un comportamiento estable, pero con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa al 25 de noviembre se situó en 6.91%, superior en 0.10 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2003 (6.81%); mientras que la tasa pasiva mostró un aumento de 0.11 puntos porcentuales, hasta situarse el 25 de noviembre en 3.06%.





Cabe comentar que como resultado del comportamiento de las tasas de interés activas y pasivas, el margen de intermediación financiera, en moneda extranjera, se redujo en 0.01 puntos porcentuales, al pasar de 3.86% (diciembre 2003) a 3.85% (noviembre 2004).

7. Tipo de cambio nominal

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 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 participa en el mercado cambiario con el propósito, por un lado, de reducir la volatilidad en el tipo de cambio y, por el otro, 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 ese contexto, al 30 de noviembre, el tipo de cambio registró una apreciación de 3.61% al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q7.75 por US\$1.00 en dicha fecha. El comportamiento observado en el tipo de cambio se puede dividir en dos periodos: el primero, que abarca del 1 de enero al 31 de marzo, en el que el tipo de cambio se depreció, en tanto que en el segundo, comprendido del 1 de abril al 30 de noviembre, el tipo de cambio registró una marcada tendencia hacia la apreciación.

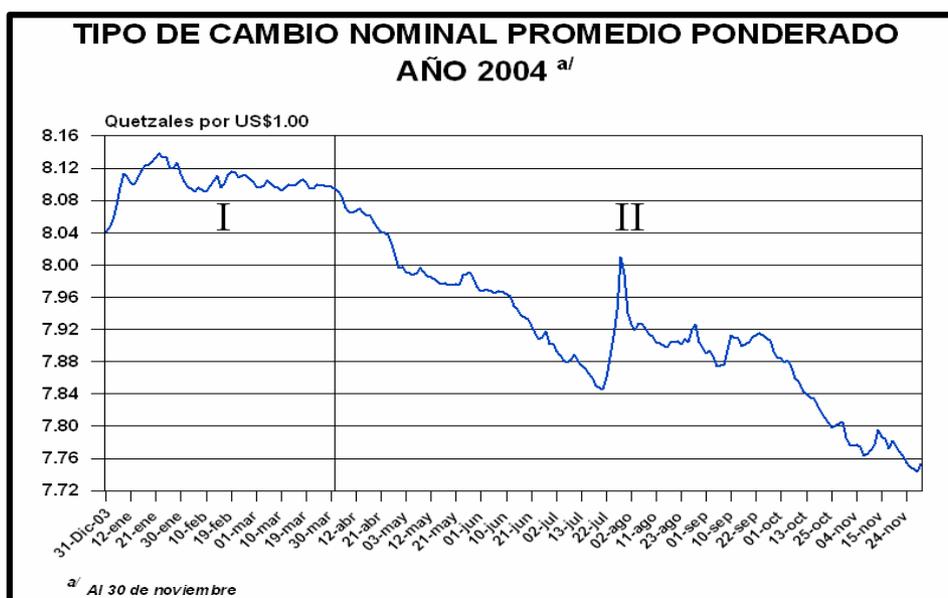
En efecto, durante el primer trimestre de 2004, el tipo de cambio registró una leve depreciación de 0.6% al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 al 31 de marzo de 2004, comportamiento que se asocia a la estacionalidad de la referida variable. Sin embargo, en el segundo periodo este comportamiento se revirtió a partir del mes de abril, al registrarse una apreciación en dicha variable de Q0.34 (4.20%) al pasar de Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2004 a Q7.75 por US\$1.00 el 30 de noviembre de 2004.

La apreciación del tipo de cambio a partir de abril se asocia a la influencia de varios factores que se han presentado simultáneamente, entre los que destacan, la estacionalidad de la variable; el continuo aumento de los ingresos de divisas por remesas familiares; el incremento de flujos de capital privado para inversiones; los pagos en el mercado doméstico de Bonos del Tesoro expresados en moneda extranjera por parte del gobierno central; y, las expectativas por parte de los agentes económicos que exacerbaron la referida apreciación.

En el contexto descrito, para formular conclusiones de política monetaria, es preciso determinar si el fenómeno de aumento en la oferta de divisas es temporal o permanente. En este sentido, las observaciones de la información primaria no es concluyente, pues, por ejemplo, mientras el incremento de divisas por causa de las remesas familiares puede considerarse como un evento de mediano plazo, el incremento en la oferta causado por el flujo de capital debido a la existencia de un diferencial positivo en los rendimientos puede



considerarse como de corto plazo⁴². En tal virtud, fue necesario recurrir a estimaciones econométricas más complejas. Para el efecto, en anexo 1 se encuentra un estudio sobre la naturaleza de los flujos de capital, el cual evidencia que los mismos son de carácter temporal, aspecto que sugiere que las acciones que en materia cambiaria se han tomado hasta la fecha⁴³ van en la dirección correcta.



Por otra parte, se puede mencionar que en 2004 la apreciación del tipo de cambio respecto al dólar estadounidense es un fenómeno generalizado a nivel internacional, tal como se muestra en el cuadro siguiente.

⁴² Una discusión completa sobre las causas de la apreciación cambiaria y las opciones de política en presencia de un acelerado proceso de debilitamiento del dólar respecto de la moneda nacional se encuentra en "Informe de Política Monetaria a Junio de 2004". Banco de Guatemala. Dictamen CT-2/2004, de julio de 2004 y en "Consideraciones sobre la Coyuntura de la Política Monetaria, los Flujos de Capital y el comportamiento del Tipo de Cambio Nominal". Memorandum CT- 1/2004, del 17 de agosto de 2004. Ambos documentos se encuentran en la página Web del Banco de Guatemala.

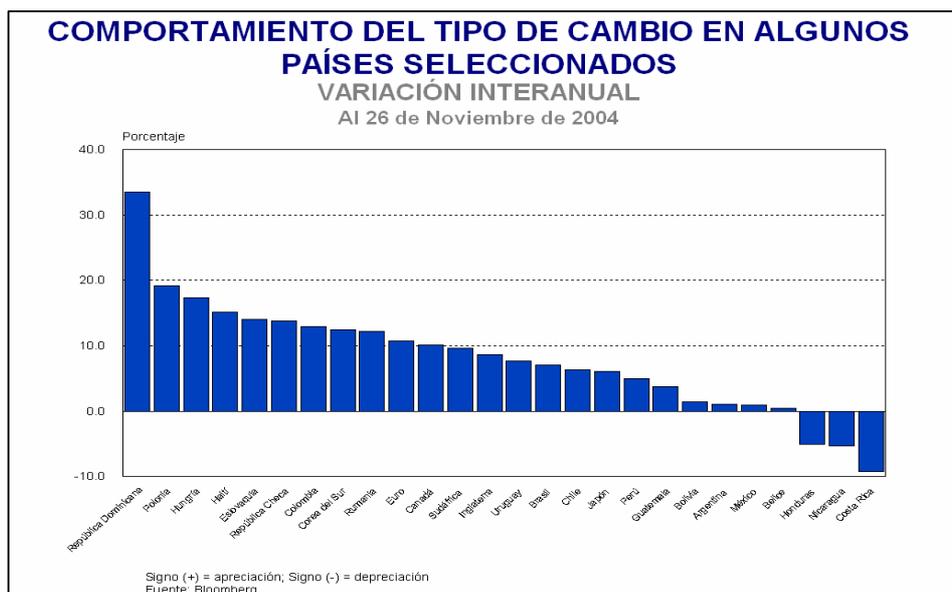
⁴³ Las cuales han sido: eliminación de CDPs a 28 días-plazo como tasa líder de política (y reducción del cupo); coordinación en colocaciones con el MFP; autorización CDPs en US\$ dólares; compra de US\$ dólares para moderar volatilidad (intervención esterilizada). Esto último ha permitido realizar compras de divisas en el mercado para el pago anticipado de la deuda externa del Banco de Guatemala, así como realizar compras anticipadas de divisas para atender el pago de la deuda externa del Gobierno Central programada para el resto de 2004 y para 2005.



**COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO
DE ALGUNOS PAÍSES SELECCIONADOS
VARIACIÓN INTERANUAL**

| PAÍS | Moneda | 26 de Noviembre de 2003 | 26 de Noviembre de 2004 | Variación % + = deprec. - = aprec. |
|------------------------|---------------|--|--|---|
| AMÉRICA DEL SUR | | | | |
| Colombia | Peso | 2,837.25 | 2,469.10 | -12.98 |
| Uruguay | Peso | 29.01 | 26.78 | -7.69 |
| Brasil | Real | 2.95 | 2.74 | -7.07 |
| Chile | Peso | 625.83 | 586.24 | -6.33 |
| Perú | Nuevo Sol | 3.48 | 3.31 | -5.02 |
| Bolivia | Boliviano | 8.03 | 7.91 | -1.47 |
| Argentina | Peso | 2.98 | 2.94 | -1.14 |
| CENTROAMÉRICA | | | | |
| Guatemala | Quetzal | 8.07 | 7.76 | -3.78 |
| Belice | Dólar | 1.98 | 1.97 | -0.50 |
| Honduras | Lempira | 17.69 | 18.58 | 5.04 |
| Nicaragua | Córdoba | 15.34 | 16.15 | 5.31 |
| Costa Rica | Colón | 415.50 | 453.61 | 9.17 |
| OTROS PAISES | | | | |
| República Dominicana | Peso | 42.06 | 27.96 | -33.53 |
| Polonia | Zloty | 3.93 | 3.18 | -19.14 |
| Hungría | Florín | 222.50 | 184.01 | -17.30 |
| Haití | Gourde | 41.35 | 35.10 | -15.11 |
| Slovakia | Corona | 34.37 | 29.54 | -14.04 |
| República Checa | Corona | 26.98 | 23.24 | -13.85 |
| Corea del Sur | Won | 1,196.72 | 1,047.23 | -12.49 |
| Rumania | Leu | 33,688.32 | 29,568.39 | -12.23 |
| Euro | Euro | 0.84 | 0.75 | -10.71 |
| Canadá | Dólar | 1.31 | 1.18 | -10.13 |
| Sudáfrica | Rand | 6.40 | 5.79 | -9.64 |
| Inglaterra | Libra | 0.58 | 0.53 | -8.62 |
| Japón | Yen | 109.10 | 102.51 | -6.04 |
| México | Peso | 11.34 | 11.23 | -0.96 |

Fuente: Bloomberg



Cabe indicar que la apreciación de las monedas de los países indicados respecto al dólar estadounidense se debe, entre otras causas, a la sobreoferta de dólares en los mercados internacionales debido a los altos déficit fiscales y de cuenta corriente de los Estados Unidos de América, los cuales aumentaron la depreciación esperada del dólar, por lo que se redujo la demanda de esa moneda en los mercados financieros internacionales y, por ende, se incrementó su oferta. En particular, el creciente déficit en cuenta corriente que se situaría en US\$596.2 billones, se explica básicamente por su elevado déficit comercial con la República Popular China (22.3%), la Unión Europea (17.4%), Japón (12.2%), Canadá (11.6%) y México (7.8%). Por su parte, el déficit fiscal se situaría por arriba del 4% del PIB, ocasionado principalmente por el aumento de los gastos de defensa y el programa de reducción de impuestos. Ambos déficit, como se indicó, han generado una acumulación de dólares de los Estados Unidos de América en manos de inversionistas alrededor del mundo, especialmente en las economías de mercados emergentes.

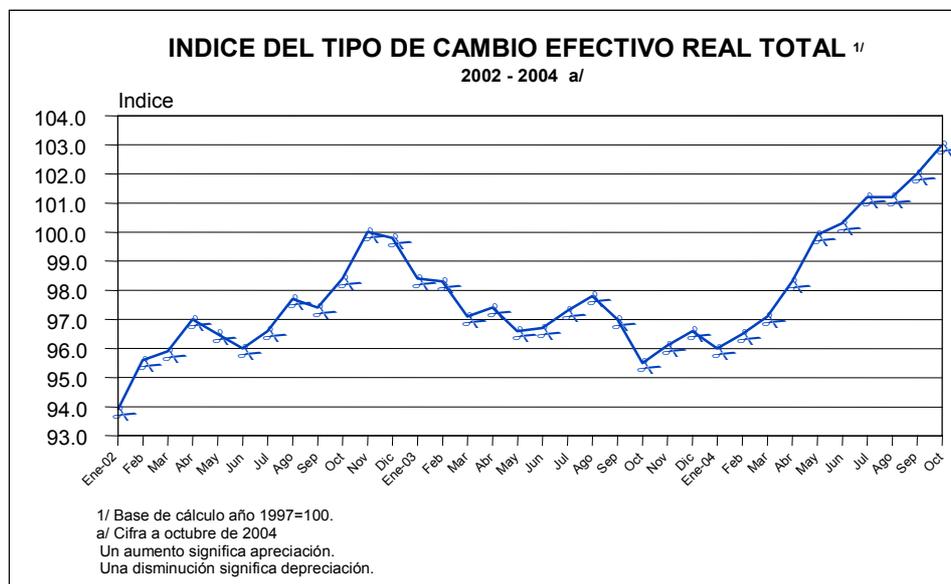
8. Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-

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 sus exportaciones.

A octubre, el ITCER experimentó una apreciación en términos interanuales de 7.80%, situación contraria a la depreciación observada en el mismo periodo del año anterior (2.92%). Dicho comportamiento refleja, fundamentalmente, el hecho de que tres de los principales socios comerciales que conforman la canasta de países con la cual se calcula el ITCER (Costa Rica, Honduras y México) tuvieron depreciaciones en su moneda con respecto al dólar de los Estados Unidos de América mayores a la de Guatemala. Otro factor que



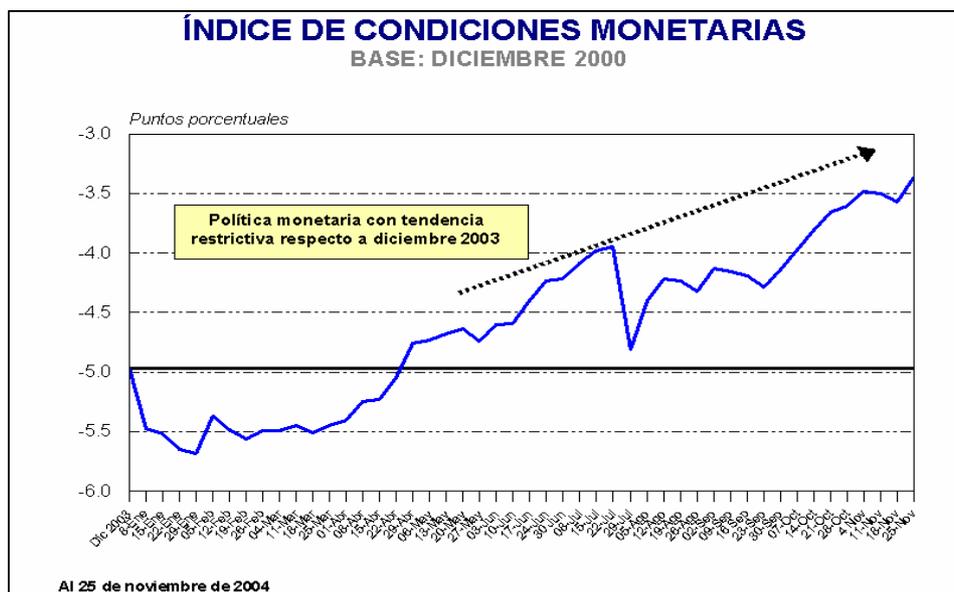
influyó en ese comportamiento fue el menor ritmo de crecimiento de los precios en el Salvador, Estados Unidos de América, la Unión Europea, Japón y México, en relación con la inflación guatemalteca.



9. 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 2003 al 25 de noviembre de 2004, destaca que la apreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por una disminución en la tasa de interés, dejando implícito que la política monetaria fue restrictiva a lo largo del periodo de análisis.



V. PROGRAMA MONETARIO

Para la revisión de cierre del programa monetario del presente año es necesario analizar primero los desvíos que se evidenciaron entre las cifras del programa y las observadas al finalizar el tercer trimestre. Al respecto, al 30 de septiembre del presente año las reservas monetarias internacionales netas aumentaron US\$64.0 millones, registrando una deficiencia de US\$203.0 millones respecto de la meta propuesta. Dicha deficiencia se debió principalmente a que durante el tercer trimestre estaba programado que se colocarían US\$300.0 millones de bonos del gobierno central en el mercado financiero internacional, evento que se efectuó hasta octubre de 2004.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2004
Al 30 de septiembre de 2004
Flujos en millones de quetzales

| CONCEPTO | OBSERVADO | PROGRAMADO | DESVIACION |
|--|-----------|------------|------------|
| | A | B | B-A |
| I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS | 513 | 2141 | 1628 |
| US\$ | 64 | 268 | 203 |
| II. ACTIVOS INTERNOS NETOS | -1392 | -3666 | -2274 |
| 1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada | -1561 | -2396 | -835 |
| 1.1. Gobierno Central | -1090 | -2205 | -1116 |
| 1.2. Resto sector público | -471 | -191 | 281 |
| 2. Posición con bancos y financieras. | -585 | -181 | 404 |
| 2.1. Crédito a bancos y financ. | -3 | -3 | 0 |
| 2.2. Encaje remunerado y no remunerado | -581 | -178 | 404 |
| 3. Otros activos netos | 851 | 1059 | 208 |
| 3.1. Gastos y productos | 845 | 811 | -34 |
| 3.2. Activos netos no clasificados | 6 | 248 | 242 |
| 4. Operaciones de mercado abierto | -97 | 130 | 227 |
| 5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez | 0 | -2278 | -2278 |
| III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA | -879 | -1526 | -646 |

Por su parte, los activos internos netos (AIN) del Banco de Guatemala disminuyeron Q1,392.0 millones, siendo inferiores a la meta programada en Q2,274.0 millones. El principal factor que incidió para que no se superara la meta se relaciona con la contrapartida, por su equivalente en quetzales, de la colocación de US\$330.0 millones en el mercado financiero internacional (Q2,640.0 millones). Sin embargo, el resto de entidades oficiales, al mantener sus depósitos e inversiones en el banco central en un nivel superior a lo programado, contribuyeron a una desmonetización en Q281.0 millones. Otros factores de contracción monetaria fueron el encaje remunerado y no remunerado de los bancos, el cual se situó Q404.0 millones por arriba de lo esperado, así como las operaciones de mercado abierto con el sector privado, que se situaron Q227.0 millones por arriba de lo programado.

Por último, es importante indicar que la emisión monetaria observada se desvió de la programada en Q646.0 millones, lo cual fue producto, principalmente, de la menor realización de operaciones de mercado abierto, aspecto que no permitió neutralizar totalmente el excedente de liquidez primaria.



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 del sector externo, a continuación se presenta la estimación para el último trimestre de 2004 y del cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.

**PROGRAMA MONETARIO 2004
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES**

| CONCEPTO | TRIMESTRES 2004 | | | | Total 2004 |
|--|-----------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| | I | II | III | IV | |
| I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS | 246 | 33 | 234 | 3487 | 4000 |
| US\$ | 31 | 4 | 29 | 436 | 500 |
| II. ACTIVOS INTERNOS NETOS | -999 | -142 | -251 | -1787 | -3179 |
| 1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada | -1707 | 215 | -68 | 36 | -1525 |
| 1.1. Gobierno Central | -863 | 149 | -376 | -485 | -1574 |
| 1.2. Resto sector público | -844 | 65 | 308 | 521 | 49 |
| 2. Posición con bancos y financieras. | -362 | 230 | -512 | 2 | -642 |
| 2.1. Crédito a bancos y financ. | -2 | -1 | 0 | 0 | -4 |
| 2.2. Encaje remunerado y no remunerado | -360 | 231 | -511 | 2 | -638 |
| 3. Otros activos netos | 178 | 338 | 394 | 483 | 1393 |
| 3.1. Gastos y productos | 203 | 251 | 391 | 206 | 1051 |
| 3.2. Activos netos no clasificados | -25 | 86 | 3 | 278 | 342 |
| 4. Operaciones de mercado abierto | 892 | -924 | -65 | 0.0 | -97 |
| 5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ | 0 | 0 | 0 | -2308 | -2308 |
| III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA | -754 | -109 | -17 | 1700 | 821 |

Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaría que en el cuarto trimestre las RIN aumenten US\$436.0 millones, como consecuencia del ingreso de los recursos de la colocación de bonos públicos en el mercado financiero internacional y de las compras de divisas que ha realizado el Banco de Guatemala en el SINEDI para moderar el comportamiento volátil del tipo de cambio y para obtener las divisas para el pago anticipado de una parte de la deuda externa del Banco de Guatemala. Dadas las cifras observadas en los primeros tres trimestres, al finalizar el año se estimaría un aumento de RIN por alrededor de US\$500.0 millones, con lo cual se estaría consolidando la posición del sector externo del país.

Consistente con el comportamiento de las RIN y de la demanda de emisión monetaria, los AIN del Banco de Guatemala desmonetizarían en Q1,787.0 millones en el cuarto trimestre, mientras que se esperaría que estos al cierre del año desmoneticen en Q3,179.0 millones.



Considerando el saldo de los depósitos del gobierno central al finalizar el tercer trimestre, así como los recursos de la colocación de bonos públicos en el mercado financiero internacional durante el cuarto trimestre, se espera que el gobierno central incremente en Q485.0 millones sus depósitos en el Banco de Guatemala. De esa cuenta, al finalizar el año, la desmonetización generada por el gobierno central sería de Q1,574.0 millones. Contrariamente, se espera que al finalizar el año el resto de las entidades públicas haya monetizado Q49.0 millones, con lo cual la contracción generada por el sector público no financiero consolidado sería de Q1,525.0 millones.

En cuanto a la posición de los bancos del sistema, se espera que al finalizar el cuarto trimestre dichas entidades disminuyan levemente sus depósitos en el banco central, ello como consecuencia de la trayectoria que podría observar el crédito al sector privado en el último trimestre. Sin embargo, se espera que al finalizar el año los bancos hayan generado una desmonetización de Q638.0 millones.

Tomando en consideración el monto y la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto y de las inversiones de las RIN, durante el cuarto trimestre el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia alcanzaría Q206.0 millones, lo que sumaría un costo acumulado de Q1,051.0 millones al finalizar el año.

Consistente con la demanda de emisión monetaria de Q1,700.0 millones, con la monetización de origen externo por el equivalente de Q3,487.0 millones y con el efecto monetizante que tendrían los otros rubros que integran los AIN del Banco de Guatemala, en el cuarto trimestre sería necesaria una neutralización de liquidez por Q2,308.0 millones, lo cual significa que el saldo de las OMA's tendría que aumentar por ese monto.

En este sentido, al finalizar el año el saldo de las operaciones de mercado abierto totales se ubicaría en Q17,665.0 millones, del cual Q13,201.0 millones correspondería a las operaciones monetarias realizadas con el sector privado.