



SEGUNDA PARTE PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2005

I. MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

A. EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. La importancia de tener un ancla nominal

El proceso de globalización durante la última década ha propiciado una mayor movilidad de capitales que ha redundado en una mayor disponibilidad de fondos para financiar la inversión en las economías emergentes. Asimismo, el progreso tecnológico inducido por la citada globalización ha propiciado la creación de nuevos y variados instrumentos financieros y ha facilitado la disponibilidad de información en tiempo real y a un bajo costo, todo lo cual ha propiciado una mayor interacción entre los diversos mercados financieros alrededor del mundo, lo que se manifiesta tanto en un incremento del volumen de recursos financieros movilizados como en la velocidad en que los mismos son transferidos de un país a otro.

En el contexto descrito, el diseño y el manejo de la política macroeconómica se han beneficiado del aumento y calidad de la información disponible, con lo cual ha sido posible sofisticar y eficientizar los procedimientos operativos con los que dicha política se implementa.

En contraste con lo indicado, la globalización de la economía también ha generado restricciones en el manejo e implementación de la política macroeconómica, las cuales han sido objeto de profundo análisis y debate en el marco de la teoría económica contemporánea. La restricción más evidente está expresada en el postulado conocido como la **“Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta”**, la cual establece que, en presencia de una libre movilidad de capitales (fenómeno que, dada la evolución del mercado financiero, resulta irreversible), no es posible adoptar un régimen de tipo de cambio fijo y, simultáneamente, implementar una política monetaria independiente que tenga como único objetivo la estabilidad en el nivel general de precios. En efecto, de conformidad con dicho postulado una economía no puede tener dos anclas nominales, en este caso: el tipo de cambio nominal y la inflación.

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



2. La elección del ancla nominal

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

Por otra parte, los países que escogen como ancla nominal un agregado monetario y aquéllos que adoptan un esquema de metas explícitas de inflación⁴⁵ evitan el incurrir en las inconsistencias macroeconómicas derivadas de la *trinidad imposible*; es decir, se respeta el ancla nominal, permitiendo a las autoridades monetarias estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, lo cual influye positivamente en las expectativas de los agentes económicos, aspecto que fortalece y da sostenibilidad a la estabilidad macroeconómica⁴⁶.

Cabe indicar que desde 2000, Guatemala viene avanzando en la implementación de un esquema de metas explícitas de inflación, tal como lo han hecho otros países. Al respecto, Mark Stone⁴⁷ realizó un análisis relativo a la tendencia de los regímenes monetarios en los países de América Latina durante el periodo 1999-2003, encontrando que el perfil de dichos regímenes ha cambiado significativamente en los últimos cinco años. En cuanto al régimen de dolarización, el número de países se ha mantenido en 18.8% del total desde 2001 hasta 2003, siendo dichos países Panamá, Ecuador y El Salvador; los dos últimos adoptaron este régimen procurando la estabilidad de precios. Particularmente, Ecuador emigró del régimen de ancla nominal débil⁴⁸ utilizado entre 1999 y 2000 hacia el régimen de dolarización para el resto del periodo. Por tal razón, desde 2001 ningún país latinoamericano ha adoptado un ancla nominal débil como régimen monetario.

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

Finalmente, la reducción que se observa para el final del periodo en los países que utilizan un régimen de metas “livianas” de inflación o *inflation targeting lite* (37.5% en 1999 a 18.8% en 2003) es compensado por un

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

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

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

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

⁴⁸ De acuerdo con Mark Stone, un régimen de ancla nominal débil es aquél que carece de un ancla nominal bien definida.



aumento de los países que han adoptado un régimen de metas explícitas de inflación (12.5% en 1999 a 31.3% en 2003). A principios del periodo en referencia, únicamente Chile y Brasil utilizaban el régimen de metas explícitas de inflación; sin embargo, en la actualidad se han agregado tres países en la adopción de dicho régimen (México, Colombia y Perú). Esta compensación entre uno y otro régimen se debe, principalmente, a que el *inflation targeting lite* es un régimen monetario transitorio hacia el régimen de metas explícitas de inflación. (Ver Tablas 1 y 2).

Tabla 1

LATINOAMÉRICA
CLASIFICACIÓN POR RÉGIMEN MONETARIO
AÑOS 1999 - 2003

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

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



Tabla 2
LATINOAMÉRICA
CLASIFICACIÓN POR RÉGIMEN MONETARIO
AÑOS 1999 - 2003
Estructura Porcentual

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

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

B. LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Del apartado anterior, es claro que los regímenes monetarios de *inflation targeting lite* e *inflation targeting* se basan en adoptar la inflación como el ancla nominal de la economía, en un esquema de tipo de cambio flexible.

En ese contexto, cabe reiterar que durante la última década la política macroeconómica alrededor del mundo ha experimentado profundas transformaciones debido a la nueva estructura económica y financiera de la economía mundial: el proceso de globalización de la economía demanda disciplina macroeconómica para que las diversas economías puedan extraer el máximo beneficio de dicho proceso. En tal sentido, existe el consenso referente a que la estabilidad del nivel precios es una condición básica para fomentar el crecimiento y desarrollo económicos. Esto se debe a que la estabilidad del nivel de precios reduce la volatilidad en los precios relativos, lo que deriva en una asignación más eficiente de los recursos económicos.

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



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

La efectividad en la reducción de la incertidumbre implica que el Banco Central sea transparente y rinda cuentas sobre sus actuaciones: debe proveer al público de información oportuna y veraz acerca de la meta de inflación que se persigue alcanzar en un determinado horizonte, lo que implica que la tasa de inflación se convierte en el ancla nominal de la política monetaria⁴⁹.

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

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

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

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



capitales foráneos especulativos que pueden poner en riesgo la estabilidad cambiaria y financiera del país.

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

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

II. PERFIL MACROECONÓMICO PARA 2005

A. HACIA UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN⁵⁰

El consenso actual entre académicos y gestores de la política económica indica que una tasa de inflación baja y estable es fundamental para promover un crecimiento económico eficiente y sostenido. Además, debido a que tanto la teoría como la evidencia empírica indican que la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo, la disciplina macroeconómica en general y la disciplina monetaria, en particular, constituyen una de las principales responsabilidades de la gestión pública.

En ese contexto, el esquema de metas explícitas de inflación constituye un marco de referencia para que la política monetaria, mediante el uso y combinación de sus distintos instrumentos, alcance en forma eficaz la estabilidad del nivel general de precios.

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

⁵⁰ El contenido de este apartado se sustenta fundamentalmente en: 1) Bernanke Ben, Laubach Thomas, Mishkin Frederic y Posen Adam. Inflation Targeting Lesson From The International Experience. 1999; 2) Banco Central de Chile. Ten Years of Inflation Targeting. November 2000; y, 3) Mishkin Frederic. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?. March 2004.



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

La mayoría de estrategias de política monetaria, como la de metas de crecimiento de los agregados monetarios, hacen uso intensivo de metas intermedias (por ejemplo, el saldo del dinero en sentido reducido o en sentido amplio), que pueden ser controladas razonablemente bien por las autoridades monetarias pero que tienen sólo un efecto indirecto y una relación estadística incierta con la variable objetivo, la inflación en este caso. En la práctica, usualmente se torna más complicado el control de la inflación que el control del crecimiento del dinero. Sin embargo, el crecimiento del dinero no tiene interés intrínseco; consecuentemente, el hecho de que su control se torne menos complejo es útil sólo en la medida que permita pronosticar la variable objetivo (inflación). En la mayoría de países se ha demostrado que la relación entre crecimiento del dinero o de otras metas intermedias con la variable objetivo, aunque cierta, no es totalmente predecible ni confiable.

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

a) Discrecionalidad o reglas establecidas

Durante la década de los noventa la mayoría de bancos centrales adoptó la estabilidad en el nivel general de precios como objetivo fundamental. Esto significó una modificación importante en los procedimientos operativos de la política monetaria ya que, por un lado, se buscaba eliminar cualquier tipo de sesgo inflacionario que pudiese derivar en una gestión monetaria dinámicamente inconsistente y, por el otro, se trató de afectar positivamente las expectativas de los agentes económicos; es decir, que la política monetaria fuese creíble.

En el contexto descrito, muchos bancos centrales sustentaron sus procedimientos operativos en reglas de política monetaria. Estas reglas estaban destinadas tanto a eliminar el posible sesgo inflacionario como a fortalecer la credibilidad de la política monetaria; sin embargo, la ocurrencia de shocks endógenos y exógenos propició que la política monetaria no pudiese ser efectiva y eficiente en su implementación.

La rigidez de las reglas mencionadas hizo evidente la necesidad de contar con un esquema de política monetaria que, simultáneamente, pudiese eliminar el posible sesgo inflacionario, afectase positivamente a las



expectativas del público y fuese lo suficientemente flexible para responder efectivamente a los shocks mencionados.

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

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

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

El hecho de que el banco central deba proveer al público de la información relevante acerca de los procedimientos operativos de la política monetaria tiene, además, la ventaja de que da a dicha política una mayor flexibilidad para responder a los diversos shocks a que está expuesta la economía, ya que si, por ejemplo, el banco central busca minimizar los efectos negativos de un shock externo a través de cambios en su política monetaria, dichos cambios, al ser anunciados al público, no afectarán la credibilidad del banco central.

Lo mencionado implica que el esquema de *inflation targeting* es un modelo de discrecionalidad restringida, debido a que elimina sustancialmente el sesgo inflacionario, afecta positivamente a las expectativas del público y cuenta con la discrecionalidad adecuada para responder a los diversos shocks que pudiesen afectar a la economía.

b) La elección del ancla nominal: un elemento crucial

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

En los países con un régimen de tipo de cambio flexible, el ancla nominal puede ser un agregado monetario (emisión monetaria,



base monetaria o tasa de interés nominal). De acuerdo con este sistema, el banco central utiliza sus instrumentos, por ejemplo, las tasas de interés, para controlar los agregados monetarios que se consideran el principal factor determinante de la inflación a largo plazo. De este modo, el control de los agregados monetarios equivaldría a estabilizar la tasa de inflación en torno al valor meta, lo que asegura no perder el ancla nominal de la economía. Evidentemente, la posibilidad de que los agregados monetarios actúen efectivamente depende, por un lado, de la estabilidad de su relación empírica con la variable meta (la tasa de inflación) y, por el otro, de su relación con los instrumentos de la política monetaria (generalmente las operaciones de mercado abierto).

Si bien, luego del derrumbe del sistema de Bretton Woods a mediados de los años setenta, la mayoría de los países en desarrollo adoptaron cierto mecanismo de fijación del tipo de cambio, dos tercios de esos países han adoptado actualmente mecanismos cambiarios más flexibles. Sin embargo, una serie de países en desarrollo y en transición siguen manteniendo tipos de cambio fijos o casi fijos, y algunas economías que registraron altas tasas de inflación (como Brasil, de 1994 a 1998) fijó con éxito el tipo de cambio a fin de frenar rápidamente la inflación. Pese a ello, con la creciente integración de los mercados de capital mundiales, en los últimos 20 años, y la creciente inestabilidad de las corrientes de capital desde la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992, especialmente después de las más recientes crisis financieras de Asia y América Latina, las condiciones para mantener un sistema cambiario fijo se han vuelto mucho más complicadas. En efecto, las economías en desarrollo y en transición que siguen manteniendo un tipo de cambio fijo como ancla nominal de la política monetaria son objeto de una creciente presión ya sea en pro de mecanismos más flexibles o bien, al otro extremo del espectro, a favor de los mecanismos de caja de conversión o de dolarización.

A su vez, los países industriales, han favorecido tradicionalmente mecanismos cambiarios más flexibles en la era post Bretton Woods. En efecto, la mayoría optó por algún tipo de régimen de fijación de metas monetarias explícitas. Sin embargo, la experiencia recogida por los países en la aplicación de metas monetarias explícitas, durante los ochenta, no resultó satisfactoria. A medida que las instituciones financieras creaban sustitutos del dinero, la demanda de dinero se tornó cada vez más inestable, quedando en evidencia que, aunque hay una correlación importante a largo plazo entre el dinero y la inflación, su correlación a corto plazo es muy débil. En consecuencia, desde comienzos de los noventa ha ido en aumento el número de países que han adoptado metas de inflación explícitas como estrategia para la conducción de la política monetaria.



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

La fijación de metas explícitas de inflación es un esquema de política monetaria que compromete al banco central a estabilizar la tasa de inflación. El proceso habitualmente comienza con un anuncio público del banco central de una meta cuantitativa explícita que se debe alcanzar en un horizonte determinado (por ejemplo, una tasa del 4% anual en un periodo de dos años). Luego, el banco central, que debe tener libertad para decidir cómo utilizar sus instrumentos monetarios (“independencia instrumental”), tiene la responsabilidad de alcanzar esa meta y debe informar al público en forma periódica sobre su estrategia de política monetaria. Esta obligación de transparencia contribuye a reducir la incertidumbre con respecto al rumbo futuro de la política monetaria y fomenta la credibilidad del banco central y la rendición de cuentas por parte de éste.

En la bibliografía especializada se define la estrategia de fijación de metas explícitas de inflación como un marco para la conducción de la política monetaria con una discrecionalidad restringida. Por un lado, la adopción de metas explícitas compromete al banco central a mantener cierta coherencia en su política y, por el otro, libra a la discreción del banco central la decisión sobre el uso de los instrumentos de que dispone, lo que le otorga cierta flexibilidad para reaccionar ante conmociones internas y externas imprevistas.

Normalmente, los bancos centrales que adoptan esta estrategia ajustan sus instrumentos (por ejemplo, las operaciones de mercado abierto) a un nivel que llevará las previsiones de tasa de inflación para uno o dos años más adelante. Las previsiones actúan como meta intermedia; la discrepancia entre el pronóstico y la meta fijada motiva las decisiones de política que permiten cerrar la brecha. Sin duda, este enfoque orientado al futuro resulta deseable, dada la duración y variabilidad de los desfases entre los ajustes de los instrumentos monetarios y sus efectos en la meta de política. Por otro lado, reaccionar ante la inflación pasada o corriente significaría que la política siempre actuaría con retraso, lo que aumenta la probabilidad de mayor variabilidad de la inflación y de la producción interna.

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



podría superar la meta, resulta más evidente la necesidad de activar los instrumentos monetarios.

d) Importancia de la transparencia

La política monetaria es más eficaz si los mercados comprenden los objetivos de la política y los vínculos entre las medidas de política monetaria y esos objetivos. Asimismo, la transparencia transmite a los agentes del mercado la idea de que el banco central es responsable de sus resultados, lo cual, a su vez, podría incidir en la disciplina del diseño y la implementación de la política. Dado que los costos de la inflación aumentan no sólo en función de su nivel sino también de su variabilidad, las metas explícitas de inflación fundamentan mejor las decisiones de ahorro e inversión, al reducirse la incertidumbre con respecto al rumbo de la inflación, con lo cual se estimula la productividad. Además, la aclaración de las intenciones del banco central podría contribuir a reducir la inestabilidad de los mercados financieros, con el consiguiente efecto beneficioso de una reducción de las primas por riesgo y tipo de cambio.

Cabe indicar que los bancos centrales inspirarán mayor confianza si han tenido una buena trayectoria en el logro de las metas de inflación anunciadas. En este contexto, todos los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación publican informes periódicos de política monetaria o informes sobre la inflación, en los que indican el rumbo futuro de la política monetaria y explican las discrepancias entre la tasa de inflación observada y la fijada como meta. Para facilitar la comprensión de la estrategia del banco central, se incluyen también pronósticos de inflación y una descripción de políticas contingentes. Este anuncio anticipado reduce la probabilidad de que se malinterprete la reacción del banco ante tales contingencias.

e) Otros aspectos de la implementación

La implementación de una estrategia de metas explícitas de inflación exige que las autoridades adopten varias decisiones clave. Primero, tienen que establecer la medición de la inflación que utilizarán. Las dos opciones naturales son el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el deflactor implícito del producto interno bruto. Aunque esta última es más atractiva puesto que refleja cabalmente el concepto de inflación "interna", el IPC ofrece ventajas operativas evidentes: es el índice más familiar para el público; habitualmente está disponible mensualmente y en forma puntual (lo que permite su control periódico) y ocasionalmente se revisa. Otro aspecto importante es determinar si la política monetaria debe fijar todas las variaciones de la inflación o si se deben excluir las fluctuaciones a corto plazo que se consideren exógenas. La mayor parte de los bancos centrales que aplican esta estrategia se concentran en la inflación subyacente. La adopción de una meta para la inflación subyacente implica que la política monetaria acomodará únicamente el primer impacto de estos aumentos de precios, pero no los efectos secundarios resultantes de la espiral salarios-precios.



El segundo aspecto es decidir la meta de inflación. La mayoría de los países industriales de baja inflación han optado por metas inflacionarias entre 1% y 3%. Existe consenso en que no es conveniente una meta inflacionaria cero, ya que la presencia de rigideces a la baja en los salarios nominales y los precios requeriría una tasa de inflación positiva para dar margen a las variaciones necesarias de los salarios reales y demás precios relativos de la economía. Una meta de inflación cero tampoco dejaría margen para que, de ser necesario, las tasas de interés reales adquiriesen signo negativo en alguna fase del ciclo económico. En efecto, la reciente experiencia de Japón revela la necesidad de llegar a tasas de interés reales negativas para estimular la demanda agregada. Ciertamente, una de las ventajas de las estrategias basadas en metas explícitas de inflación es que pueden evitar la deflación compensando el efecto de perturbaciones negativas sistemáticas en la demanda agregada. En tal sentido, este régimen aplica un tratamiento simétrico a la inflación y la deflación: la política monetaria debe ser más restrictiva (expansionista) si la inflación observada se sitúa sistemáticamente por encima (por debajo) de la meta de inflación.

Un tercer aspecto es decidir si se adopta una meta puntual o un intervalo meta de inflación. Con un par de excepciones, los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación han elegido un intervalo meta; es decir, un límite inferior y un límite superior de tolerancia predeterminada. Debido a las dificultades de predecir la inflación y a la incertidumbre en torno al contexto temporal preciso de los desfases naturales de los mecanismos de transmisión monetaria, podría no alcanzarse la meta puntual anunciada, lo que ocasionaría una pérdida de credibilidad. Asimismo, la meta puntual podría exigir una política monetaria muy firme para minimizar la probabilidad de incumplimiento. El intervalo meta, por su parte, requiere una decisión sobre el ancho de la banda. La banda demasiado estrecha plantea, en alguna medida, el mismo problema que la meta puntual. En cuanto a la banda demasiado ancha, aunque incrementa la probabilidad de cumplimiento de la meta, podría ser una guía poco eficaz para las expectativas. Sin embargo, pese a estas dificultades del intervalo meta, los bancos centrales que utilizan estrategias basadas en metas explícitas de inflación han mostrado preferencia por el intervalo meta.

El cuarto aspecto es la elección del horizonte temporal de la política monetaria; es decir, cuál debe ser la rapidez del trayecto hacia la meta de una inflación más baja. En la práctica, si el nivel inicial de inflación es muy superior al deseado, la velocidad con que la política lleva la inflación hacia la meta fijada depende de una evaluación de los costos de transición de la desinflación. Tal vez inicialmente sea preferible un criterio de desinflación gradual frente a contratos de largo plazo y un ajuste de las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, la necesidad de superar la inercia en las expectativas de inflación y fomentar la credibilidad, apuntarían hacia una desinflación más acelerada. Naturalmente, si la tasa de inflación ya está cerca de los niveles óptimos, el contexto de la política monetaria debe conducir a mantenerla indefinidamente en esos niveles.



Un último aspecto es el régimen de tipo de cambio. En los países que han adoptado la estrategia de metas explícitas de inflación prevalece la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, el cual permite un ajuste inmediato del sector externo. Una ventaja de la flotación es que reduce la vulnerabilidad de los países frente a repentinas crisis especulativas. Sin embargo, un problema común, sobre todo para los países con un historial de altas tasas de inflación, es el temor de que la mayor variabilidad del tipo de cambio se transfiera directamente a los precios. Cabe indicar que el tipo de cambio es un canal muy importante del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las depreciaciones de gran magnitud, por ejemplo, provocadas por perturbaciones de la relación de términos de intercambio o por corrientes de capital, pueden traducirse rápidamente en un aumento de los precios⁵¹.

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

Una de las interrogantes que plantea la estrategia de metas explícitas de inflación es si ésta proporciona flexibilidad para implementar la política monetaria o si los bancos centrales adoptan inevitablemente un enfoque “estricto”, conforme al cual el logro de la meta de inflación es el único objetivo de la política monetaria⁵². Un examen de los resultados obtenidos por los pronosticadores de la inflación indica que ni siquiera los bancos centrales más rigurosos han adoptado siempre un enfoque estricto. Esto significa que la estrategia permite siempre la adopción de medidas encaminadas a amortiguar el choque o a lograr objetivos anticíclicos. Es evidente que los bancos centrales no sólo han tratado de reducir al mínimo la brecha entre la inflación efectiva y la meta fijada, así como la variabilidad de la inflación, sino que les ha preocupado la variabilidad de la producción interna en torno al nivel potencial. Sin embargo, la preocupación con respecto a la estabilidad de la producción interna nunca llega a poner en riesgo la viabilidad a mediano plazo de la meta de inflación. En efecto, puesto que los bancos centrales son responsables de las repercusiones a largo plazo que pueda tener toda acción “discrecional” a corto plazo, en este enfoque no suelen acomodarse las perturbaciones de la demanda agregada. Por otro lado, los súbitos aumentos de la inflación atribuibles a perturbaciones de la oferta agregada tienden a eliminarse paulatinamente; la fijación de metas para la tasa de inflación subyacente y la utilización de un intervalo meta de inflación proporcionan la flexibilidad necesaria para evitar costos excesivos en términos de la producción interna.

En el contexto descrito, es importante tener presente que existe una relación inversa entre flexibilidad y credibilidad. Si el régimen es demasiado flexible, los objetivos de política no son creíbles. Si, por lo contrario, el

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

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



régimen es excesivamente rígido, la variabilidad de la producción interna puede ser mayor que la deseable. En definitiva, se debe actuar con prudencia. Si la credibilidad es sólida desde un principio, esta relación inversa irá perdiendo fuerza, y aumentará la flexibilidad a mediano plazo. En las etapas iniciales es recomendable, sobre todo si el banco central no goza de una plena credibilidad, adoptar una actitud “rigurosa” con respecto a la fijación de metas de inflación. Establecer la credibilidad desde el principio es necesario para acelerar el proceso de desinflación y reducir al mínimo los costos en cuanto a la producción interna y, por consiguiente, al desempleo. La perseverancia de las autoridades en este ámbito envía a los mercados de dinero y cambiario la señal de que el banco central goza de verdadera independencia.

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

Los resultados obtenidos hasta hoy por los bancos centrales que aplican una estrategia de metas explícitas de inflación en los países industriales son satisfactorios. La concentración en la estabilidad de precios ha contribuido a una notable convergencia de las tasas de inflación de estos países. Cabe señalar que también el entorno económico internacional benigno de los últimos años y el proceso de integración internacional han contribuido en parte a esta convergencia, por lo que algunos especialistas señalan que la estrategia de metas explícitas de inflación aún no ha pasado la prueba de un ciclo económico completo. Sin embargo, las autoridades que han aplicado estas estrategias han tenido que hacer frente a una serie de perturbaciones que se han registrado en las crisis de Asia, Rusia y Brasil.

a) Aspectos que afectan a los países en desarrollo

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



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

b) El desarrollo del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala⁵³

En 1991, por primera vez en la historia del Banco de Guatemala se define y anuncia una meta explícita de inflación, la cual, para ese año, se fijó en 15% (aunque al final del año se registró 10.03%). En 1992, se dio a conocer una tasa de inflación esperada de 8%. Cabe indicar que en dicho año se

⁵³ Una evaluación detallada de este tema se encuentra en: Fondo Monetario Internacional, Bank of Guatemala: Assessing Progress in The Implementation of an Inflation Targeting Regime. September 2004; y en Edwards, Sebastián y Rodrigo Vergara. Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala, noviembre 24, 2004.



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

Guatemala: Resultados en Metas de Inflación Anunciadas
Periodo: 1990-2003

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

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



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

Adicionalmente, cabe indicar que desde 1994 la Constitución Política de la República prohíbe al Banco Central otorgar crédito al gobierno. Esta medida, en combinación con la fijación de una meta anual de inflación, con la gradual flexibilización del régimen cambiario y con el monitoreo de variables indicativas de la política, empezó a configurar un marco de política monetaria orientado al establecimiento de un esquema monetario de metas explícitas de inflación.

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

No obstante lo anterior, todavía se enfrenta una serie de limitaciones de naturaleza analítica, como pueden ser la falta de un modelo estructural de pronóstico de inflación que permita identificar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, aspecto que es crucial en un esquema de metas explícitas de inflación. Asimismo, aún existen limitaciones estadísticas importantes que obstaculizan la plena adopción del referido esquema monetario⁵⁴.

B. PERSPECTIVAS⁵⁵

1. Del sector real

El crecimiento económico sostenible requiere no sólo de estabilidad macroeconómica, sino que, fundamentalmente, de políticas institucionales y

⁵⁴ Un análisis más amplio sobre este tema está contenido en anexo 2

⁵⁵ En anexo 3 se presenta información estadística observada y perspectivas para 2005 y 2006 de los sectores real, monetario, externo y fiscal.



estructurales eficientes que permitan una mayor productividad basada en la mayor calidad de los factores que intervienen en el proceso productivo.

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

Para 2005 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 3.2%, tasa superior a la esperada en 2004 (2.7%). Este comportamiento previsto en la actividad económica se fundamenta, en parte, en un entorno externo favorable, principalmente, por el crecimiento esperado en la economía del principal socio comercial del país, los Estados Unidos de América. En el orden interno, la recuperación de la economía nacional estaría apoyada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y por la mejora en las expectativas de los agentes económicos derivadas de la consolidación de la gestión gubernamental⁵⁶.

A nivel de sectores productivos, se prevé que éstos registren un comportamiento positivo. Sin embargo, se estima que los sectores de *agricultura, silvicultura, caza y pesca*; de *electricidad y agua*; de *transporte, almacenamiento y comunicaciones*; y, de *comercio al por mayor y al por menor*, observen tasas de crecimiento menos dinámicas que las previstas para 2004.

Para el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.6% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.4%, menor al previsto para 2004 (3.4%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, a la evolución esperada en la producción de café, la cual se estima alcance un nivel inferior al de 2004, así como a la pérdida de dinamismo en la producción de cardamomo, banano y caña de azúcar.

En el caso de la producción de café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se estima que el próximo año continúe el fenómeno de la sobreoferta mundial y, por lo tanto, los bajos precios del grano en el mercado internacional. Cabe agregar que, aún cuando se espera que en 2005 el precio medio de exportación de café sea de alrededor de US\$82.25 por quintal, superior al de 2004 (US\$76.24 por quintal) éste continuará siendo bajo con relación al que prevaleció en el mercado internacional en el periodo 1995-2001 (alrededor de US\$100.00 por quintal).

⁵⁶ En anexo 4 se presentan los principales aspectos del Programa de Reactivación Económica y Social 2004-2005, relativos a la gestión de la política monetaria.



En cuanto a la producción de cardamomo, se espera que para 2005 crezca 5.0% (17.3% en 2004). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el menor dinamismo previsto se explica por una reducción en la recolección del aromático, debido al bajo nivel de precios esperado.

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que crecerá 7.6% (8.8% en 2004). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, el crecimiento esperado se sustenta en las expectativas de precios relativamente similares a los de 2004.

En la producción de caña de azúcar, se espera un crecimiento de 3.1%, comportamiento menos dinámico al 6.6% esperado para 2004. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2004/2005 se prevé una producción de 390.0 millones de quintales, mayor en 11.7 millones de quintales a la de la zafra 2003/2004 (la zafra 2003/2004 fue mayor en 23.4 millones de quintales a la zafra 2002/2003). El comportamiento previsto para 2005 estaría asociado a la aplicación de mejores labores culturales.

Por su parte, de acuerdo con estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, tanto la producción de maíz como la de frijol crecerán 3.5% y 9.7% respectivamente (0.5% y -5.1% en el mismo orden, para 2004). El mayor dinamismo esperado se asocia a las expectativas de fenómenos climáticos favorables en 2005.

En el caso del sector de la *industria manufacturera* (con una participación de 12.5% en el PIB), se espera un crecimiento de 2.3%, porcentaje que, aunque superior al esperado para 2004 (2.1%), todavía es inferior al crecimiento promedio registrado en el periodo 1998-2000 (2.7%). Tal comportamiento se asocia a la recuperación esperada en las exportaciones de productos industriales, principalmente, a los mercados estadounidense y centroamericano, ante las expectativas de que continúe el dinamismo de sus economías. Cabe indicar que se espera que para 2005 se susciten eventos que podrían afectar el desenvolvimiento del sector, siendo ellos:

a) Las perspectivas de mejoramiento como resultado de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos de América.

b) El vencimiento del acuerdo multifibras (maquila), que podría ser un factor negativo para las ramas industriales de textiles nacionales, al situarse en desventaja ante la eventualidad de una mayor competencia de países asiáticos, principalmente, la República Popular China.

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 24.9% en el PIB), se estima que registre una tasa de



crecimiento de 2.8% (3.5% en 2004), explicada, principalmente, por el menor ritmo de crecimiento previsto en el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca*, así como en el de las importaciones.

En el sector *minas y canteras* se espera un crecimiento de 1.6% (9.1% de caída en 2004). El mayor dinamismo de este sector estaría influenciado, principalmente, por un incremento en la producción de piedrín y arena, debido a la mayor actividad esperada en la construcción privada.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 2.8% (5.8% en 2004), el cual se asocia, principalmente, a la demanda esperada de energía eléctrica y a los crecimientos esperados en los sectores comercial y de servicios.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé que registre un crecimiento de 6.4% (8.6% en 2004). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en el subsector transporte, el cual presenta un menor dinamismo, al pasar de un crecimiento de 4.3% en 2004 a uno de 4.1% en 2005, asociado, principalmente, al menor dinamismo en la incorporación de nuevas unidades del transporte urbano y extraurbano de pasajeros, así como al leve incremento esperado en el transporte extraurbano de carga, derivado del comportamiento previsto en el sector industrial. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 45.2% del sector, se espera que registre un crecimiento de 9.3% en 2005 (14.6% en 2004), derivado de una normal activación prevista de nuevas líneas telefónicas.

El sector *construcción*, por su parte, se espera registre una tasa de crecimiento de 12.6% (-15.7% en 2004), como resultado de un incremento de 15.2% en la construcción pública (29.8% de caída en 2004) y de un crecimiento de 9.7% en la construcción privada (8.8% en 2004). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia, principalmente, a un mayor ritmo de ejecución de proyectos de infraestructura, como la construcción del Puerto de Champerico y el proyecto de construcción de viviendas del Fondo Guatemalteco para la Vivienda -FOGUAVI-. En el caso de la construcción privada, el resultado se asocia al comportamiento que registraría la superficie de construcción autorizada en 2004, aspecto que se verá reflejado en la construcción realizada para 2005.

En cuanto al sector *banca, seguros y bienes inmuebles* se prevé que en 2005 registre una tasa de crecimiento de 3.8% (2.4% en 2004), asociada a un comportamiento más dinámico en la intermediación financiera.

En lo que respecta al sector *administración pública y defensa*, se espera que registre una tasa de crecimiento de 1.0% (-8.5% en 2004). Este resultado se explicaría, principalmente, por el incremento previsto en el rubro de gastos por remuneraciones del gobierno general.



Para los sectores de *propiedad de vivienda y servicios privados* se esperan tasas de crecimiento de 3.1% y 3.9%, respectivamente, similares a las registradas el año anterior (3.0% y 3.8%, en el mismo orden).

**ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS 2004 - 2005
(Millones de quetzales de 1958)**

C O N C E P T O	2004 e/	2005 py/	Tasas de variación	
			2004	2005
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,565.1	5,742.3	2.7	3.2
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,270.1	1,300.2	3.4	2.4
Explotación de minas y canteras	27.0	27.4	(9.1)	1.6
Industria manufacturera	702.1	718.0	2.1	2.3
Construcción	77.3	87.0	(15.7)	12.6
Electricidad y agua	246.8	253.8	5.8	2.8
Transporte, almacenamiento y comun.	631.7	672.1	8.6	6.4
Comercio al por mayor y al por menor	1,393.3	1,432.2	3.5	2.8
Banca, seguros y bienes inmuebles	275.6	286.0	2.4	3.8
Propiedad de vivienda	260.2	268.2	3.0	3.1
Administración pública y defensa	346.4	349.8	(8.5)	1.0
Servicios privados	334.6	347.6	3.8	3.9

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

2. Del sector externo

a) De la economía mundial

i) Aspectos generales

De acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional⁵⁷, se prevé que la economía mundial continúe experimentando una tasa de crecimiento positiva en 2005. En efecto, se espera que la economía global alcance un crecimiento de 4.3%, levemente menor al 5.0% de 2004. Sin embargo, aún persisten diversos riesgos que hacen vulnerable dicho dinamismo económico global, entre los que se pueden mencionar los siguientes:

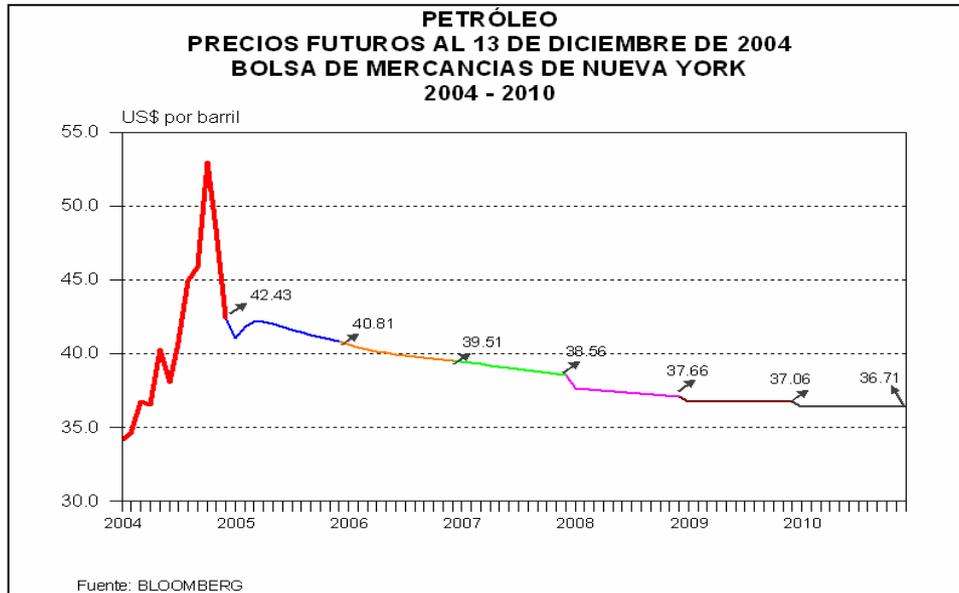
- **Ajuste del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América.** El principal riesgo tanto para la economía

⁵⁷ International Monetary Fund. World Economic Outlook. September, 2004.



estadounidense como para la economía global proviene del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de ese país, el cual se prevé que en 2005 sea de alrededor de 5.0% como proporción del Producto Interno Bruto (5.75% en 2004). El ajuste de este déficit requiere tanto de una depreciación del dólar como de una reducción del déficit fiscal, el cual podría ser, en 2005, de alrededor de 4.3% como proporción del Producto Interno Bruto (4.9% en 2004). Los factores mencionados implican riesgo para el crecimiento global debido a que podrían traducirse en una reducción de la demanda agregada estadounidense, lo cual incidiría negativamente en el crecimiento de las exportaciones del resto del mundo hacia ese país.

- **Flujos de capital y política monetaria de los Estados Unidos de América.** El alza en la tasa de interés que genera la política monetaria restrictiva en ese país podría incidir tanto en una reducción de los flujos de capitales hacia las economías emergentes como en una salida de capitales de esas economías hacia la economía estadounidense. Esto significa, por un lado, que las autoridades monetarias de las economías emergentes se vean inducidas a elevar sus tasas de interés, lo cual afecta su tasa de crecimiento económico y, por otro lado, la reducción de dichos flujos podría generar problemas de refinanciamiento de la deuda externa de las economías mencionadas.
- **Precio internacional del petróleo.** La evolución del precio internacional del petróleo y su incidencia en la inflación mundial podría ser un importante factor de riesgo que deberán afrontar las economías del mundo en 2005, ya que durante 2004 dicho precio experimentó alta volatilidad y una marcada tendencia alcista, alcanzando los US\$55.50 por barril en octubre; sin embargo, de acuerdo a las cotizaciones del mercado a futuros del petróleo, la tendencia alcista de dicho precio podría revertirse en 2005. Esto debería propiciar una reducción de la inflación internacional y, por ende, coadyuvar a que los bancos centrales puedan estabilizar la inflación interna en forma más eficaz.



- **Crecimiento económico de la República Popular China.** En el caso de la República Popular China, cuya economía genera una importante demanda de insumos y materias primas del resto del mundo, se prevé que en 2005 crezca en alrededor de 7.5%, tasa menor al 9.0% de 2004. La desaceleración de esta economía asiática se debe a la política monetaria restrictiva que a finales de 2004 empezó a implementar el banco central de ese país destinada a abatir las presiones inflacionarias que amenazaban a su economía. La reducción del crecimiento económico de la República Popular China, por un lado, puede coadyuvar a estabilizar la inflación mundial, pero, por otro lado, podría afectar el crecimiento mundial debido a la reducción de sus importaciones del resto del mundo.

Las perspectivas económicas para 2005, en términos generales, son positivas, debido a que se espera que el crecimiento global continúe siendo vigoroso, mientras que la inflación en las economías industrializadas seguirá siendo estable, 2.1% en 2005, y en las economías emergentes y en desarrollo se prevé que la inflación se desacelere de 6.0% en 2004 a 5.5% en 2005.

Es importante indicar que, en el caso de Guatemala, esas posibilidades de que continúe la reactivación de la economía mundial, a fin de que sean aprovechadas efectivamente, requieren que para 2005 el entorno macroeconómico del país se preserve estable, para lo cual es condición determinante que las políticas fiscal y monetaria se continúen aplicando de manera coherente y coordinada.



ii) Aspectos específicos⁵⁸

Para 2005 se estima que la recuperación de la economía mundial continúe consolidándose y, a la vez, que haya moderación en el ritmo de crecimiento de algunas economías grandes, en las que empiezan a mostrarse signos de sobrecalentamiento. Como se indicó en apartado anterior, se espera que la economía global alcance una tasa de crecimiento en 2005 de 4.3% (5.0% para 2004); sin embargo, según el FMI, posibles incrementos futuros en los precios del petróleo y la inestabilidad geopolítica podrían amenazar la sostenibilidad de la recuperación.

En Estados Unidos de América se espera que la sólida expansión económica continúe a un ritmo ligeramente menor al de 2004 (4.3%) y que alcance 3.5% en 2005, apoyado por la robustez de la inversión privada y por la productividad del trabajo, que consistentemente ha rebasado las expectativas y podría provocar un crecimiento mayor al proyectado. Por otro lado, el déficit en la cuenta corriente podría reducirse a 5% del PIB en 2005 (5.75% en 2004). En cuanto a los retos a enfrentar, se tiene que la disminución en el consumo, cuyas razones no están completamente identificadas, podría extenderse por un largo periodo, ya que la debilidad en las condiciones del mercado de trabajo y los incrementos en los precios del petróleo afectan el crecimiento en dicha variable.

En el área del euro, se espera que el ritmo de la expansión sea moderado y alcance 2.2% en 2005, igual al crecimiento registrado en 2004; este modesto crecimiento provoca la permanencia de la brecha del producto en niveles sustanciales. Entre los retos a corto plazo que enfrenta el área, resalta la posibilidad de incrementos futuros en el precio internacional del petróleo; el menor crecimiento al esperado en el nivel de empleo; y, nuevas apreciaciones del euro. Por otro lado, el incremento en precios de los bienes raíces son fuente de preocupación, especialmente en España e Irlanda.

En Japón, las perspectivas para 2005 son de un crecimiento de 2.3% (4.4% en 2004), estimulado por la reducción en las vulnerabilidades de los sectores corporativo y financiero y por las mejoras en la rentabilidad corporativa que han permitido incrementar el gasto en bienes de capital. Según el FMI, entre los riesgos a enfrentar destacan los todavía altos niveles de deuda corporativa con relación al total de ventas; el desigual progreso en restaurar la solidez del sistema bancario; la incertidumbre ante la posibilidad de futuros incrementos en los precios del petróleo; y, una eventual caída repentina en el ritmo de crecimiento de la economía china.

En las economías emergentes de Asia se proyecta que el crecimiento alcance alrededor de 6.5% para 2005 (7.3% en 2004), apoyado por el fortalecimiento en la demanda doméstica. En el corto plazo, suponiendo que la

⁵⁸ El contenido de este apartado se basa en el documento: World Economic Outlook. International Monetary Fund. September 2004.



economía china logre un *soft landing*⁵⁹, el panorama regional sugiere continuidad del sólido crecimiento observado, aunque a menor ritmo que en 2004. Entre otros riesgos, para esta región resalta su alta vulnerabilidad ante los incrementos en los precios del petróleo, dado el alto impacto de los mismos en el crecimiento y en la inflación.

En la Comunidad de Estados Independientes, dado que se espera que el precio del petróleo y de los metales permanezcan en niveles altos durante el próximo año, se estima que la región crezca 6.6% en 2005 (8.0% en 2004). Por otro lado, según el FMI, la dependencia de la región respecto al comportamiento de los precios de los bienes (commodities) constituye una vulnerabilidad clave, ya que es muy poco probable que dichos precios permanezcan creciendo a los ritmos actuales de forma indefinida.

En el Medio Oriente, según el FMI, el incremento en la producción y en los precios del petróleo ha impulsado el crecimiento económico en los últimos dos años; sin embargo, considerando que el nivel de la producción está acercándose al límite de su capacidad, se espera que la expansión económica empiece a desacelerarse y, de esta manera, la región alcance un crecimiento de 4.8% en 2005 (5.1% en 2004). Entre los retos a enfrentar resalta la consolidación fiscal, la que permanece como una prioridad en la mayoría de los países, excepto en los productores de petróleo, que actualmente operan con superávit fiscal proveniente de los ingresos relacionados a la producción petrolera.

Para el Hemisferio Occidental⁶⁰, se espera que la recuperación en la actividad económica continúe en 2005, estimándose una tasa de crecimiento de 3.6% (4.6% en 2004), apoyada por incrementos en la demanda doméstica y en los precios del petróleo, en el caso de los países exportadores del crudo. En el ámbito regional, se estima que los países del Mercosur crecerán 3.7%, mientras que los de la Región Andina 4.0%, México 4.0% y Centroamérica y el Caribe 3.3%. Entre los riesgos que se podrían enfrentar, resaltan los posibles incrementos en las tasas de interés internacionales, ya que varios países poseen altos requerimientos de financiamiento externo, así como probables disminuciones en los precios de los bienes (commodities).

Según el FMI, es importante que los países de Centroamérica y el Caribe fortalezcan la base institucional para lograr la estabilidad macroeconómica, el desarrollo del sector privado y la implementación de políticas sociales efectivas, a efecto de impulsar el crecimiento económico, incrementar la capacidad de la economía para absorber choques y reducir el nivel de pobreza en forma sostenida.

⁵⁹ Reducción moderada en el ritmo del crecimiento económico que propicie la eliminación de presiones inflacionarias.

⁶⁰ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los siguientes países: Antigua y Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Antillas Holandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



Otra de las regiones con perspectiva de crecimiento económico favorable es África. En ese sentido, se espera que el crecimiento económico para 2005 alcance 5.4% (4.5% en 2004). Los países productores de petróleo se verán beneficiados con el comportamiento internacional del mercado del crudo y se estima que crecerán en 8.3%, mientras que la actividad económica de los países importadores de petróleo será sustentada por las exportaciones de sus bienes (*commodities*) y se espera que crezcan en 4.5%; sin embargo, cabe indicar que esta posición no es tan sólida, dado que una desaceleración en el crecimiento de la economía china podría generar riesgo en varios países afectando los precios de sus bienes (*commodities*).

Por último, el comportamiento en el nivel global de los precios abandona completamente los indicios de deflación y, según el FMI, para 2005 se espera que la inflación en las economías avanzadas permanezca en los mismos niveles que se observaron en 2004 (2.1%), en tanto que para las economías emergentes y países en desarrollo se espera que la inflación se desacelere de una tasa de 6% en 2004 a una de 5.5% para 2005. En cuanto al volumen de comercio, congruente con la disminución en el ritmo de crecimiento que se espera a nivel mundial, este se estima sea menor que en el presente año y alcance un crecimiento de 7.2%.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
EXPECTATIVAS PARA 2004 y 2005
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2004***	2005***
Economía mundial	5.0	4.3
Economías avanzadas	3.6	2.9
Estados Unidos de América	4.3	3.5
Área del euro	2.2	2.2
Japón	4.4	2.3
Economías emergentes de Asia*	7.3	6.5
China	9.0	7.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.6	5.9
África	4.5	5.4
Medio Oriente	5.1	4.8
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.6	3.6
Argentina	7.0	4.0
Brasil	4.0	3.5
Chile	4.9	4.7
México	4.0	3.2
Venezuela	12.1	3.5
Europa Central y del Este	5.5	4.8
Comunidad de Estados Independientes	8.0	6.6
Volumen de Comercio	8.8	7.2
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	2.1	2.1
Estados Unidos de América	3.0	3.0
Área del euro	2.1	1.9
Japón	-0.2	-0.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.5	6.1
Economías emergentes de Asia*	4.3	3.9
China	4.0	3.0
Países de la Comunidad de Estados Independientes	9.9	8.7
Otros Mercados Emergentes y Países en Desarrollo	6.0	5.5

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

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



b) De la balanza de pagos para 2005

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas, para la balanza de pagos de Guatemala en 2005 se plantea un escenario en el que se estima una disminución de reservas internacionales netas - RIN- por US\$135.0 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$1,046.3 millones, sería insuficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para el próximo año, el cual se ubicaría en US\$1,181.3 millones, equivalente a 4.0% del PIB (4.1% en 2004).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$3,170.2 millones, mayor en US\$214.5 millones (7.3%) respecto al de 2004. Dicho resultado estaría determinado por el incremento, respecto de 2004, en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$53.6 millones (5.2%), y por el aumento en el valor de las exportaciones de otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$160.9 millones (8.3%). Las ventas a Centroamérica estarían creciendo en US\$99.5 millones (8.0%). Por su parte, los otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando en US\$61.4 millones (8.9%).

En el caso del valor de las exportaciones de los principales productos, el aumento de 5.2% se explicaría, en parte, por un alza en el valor de las exportaciones de café, al pasar de US\$324.8 millones en 2004 a US\$355.3 millones en 2005, como consecuencia principalmente de la tendencia al aumento en el precio internacional del grano, esperándose por consiguiente, que el precio medio por quintal del café aumente en 7.9%, en tanto que el volumen exportado pasaría de 4,260.0 miles de quintales en 2004 a 4,320.0 miles de quintales en 2005 (1.4%). En lo concerniente al valor exportado del azúcar, se estima que éste se sitúe en US\$218.6 millones, mayor en US\$21.7 millones (11.0%) respecto de 2004. Dicho resultado obedecería a un incremento tanto en el volumen de exportación, el cual pasaría de 26,267.5 miles de quintales en 2004 a 26,987.7 miles de quintales en 2005, como al precio medio por quintal, el cual se incrementaría de US\$7.50 en 2004 a US\$8.10 en 2005.

En el caso del banano, el valor exportado se esperaría que se sitúe en US\$253.6 millones, mayor en US\$11.7 millones (4.8%) al de 2004. Este resultado estaría explicado por un aumento en el volumen de exportación, el cual pasaría de 21,560.0 miles de quintales en 2004 a 22,640.0 miles de quintales en 2005. Por último, en lo que respecta al petróleo, se esperaría una disminución en su valor de exportación al pasar de US\$183.7 millones en 2004 a US\$173.2 millones en 2005, como resultado de la recuperación de las condiciones de oferta del mercado internacional y la consiguiente reducción de los precios del crudo.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones estaría ubicándose en US\$8,132.3 millones, mayor en US\$503.4 millones (6.6%) al de 2004. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento



proyectado de la actividad económica para 2005. En el valor de las importaciones destacaría el aumento en maquinaria, equipo y herramienta (8.8%); en las materias primas y productos intermedios (8.5%); en los materiales de construcción (7.5%); y, en los bienes de consumo (6.8%).

Como resultado de tales proyecciones, la balanza comercial registraría un déficit de US\$4,962.1 millones, mayor en US\$288.9 millones (6.2%) respecto de 2004.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$614.9 millones, mayor en US\$25.9 millones (4.4%) al superávit de 2004, principalmente por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento en el superávit previsto en los rubros de Turismo y Viajes (9.4%) y en los servicios misceláneos, que incluye bienes para transformación -maquila- (2.8%). Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$3,165.9 millones, mayores en US\$192.2 millones (6.5%) a las estimadas para 2004, debido a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares (6.7%) y donaciones (5.0%).

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$1,046.3 millones, inferior en US\$564.2 millones (35.0%) al de 2004. En dicho resultado destaca la disminución en el capital oficial y bancario por US\$185.6 millones (80.4%), debido, principalmente, a una menor colocación de bonos con no residentes. Por su parte, se esperaría que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado se reduzca en US\$381.2 millones (30.7%) debido a que el incremento esperado en la inversión extranjera directa no sería suficiente para compensar la disminución de capital de mediano y largo plazo, pero principalmente, la de capital de corto plazo.

En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas aumentarían en US\$2.6 millones (1.9%) al situarse en US\$141.2 millones, debido a las donaciones que el gobierno recibiría del resto del mundo.

Como resultado del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría, como se indicó, una reducción de reservas monetarias internacionales de US\$135.0 millones. Cabe indicar que derivado de la disminución en el nivel de dichas reservas y del aumento en las importaciones de bienes y servicios, el número de meses de importaciones de bienes financiables con reservas sería de 4.6, inferior al valor de 2004 (5.0). No obstante, de acuerdo con los estándares internacionales, dicho indicador seguiría reflejando una sólida posición externa.

Adicionalmente, 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 internacionales⁶¹, ya que éste sería de alrededor de 3.3 meses de importaciones.

BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2004 - 2005
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2004 ^{e/}	2005 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,110.5	-1,181.3	-70.8	6.4
A. BALANZA COMERCIAL	-4,673.2	-4,962.1	-288.9	6.2
1. Exportaciones FOB	2,955.7	3,170.2	214.5	7.3
Principales Productos	1,022.4	1,076.0	53.6	5.2
Otros Productos	1,933.3	2,094.2	160.9	8.3
2. Importaciones CIF	7,628.9	8,132.3	503.4	6.6
B. SERVICIOS	589.0	614.9	25.9	4.4
1. Factoriales, Neto	-356.1	-381.6	-25.5	7.2
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	945.1	996.5	51.4	5.4
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	2,973.7	3,165.9	192.2	6.5
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,610.5	1,046.3	-564.2	-35.0
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	138.6	141.2	2.6	1.9
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	230.8 ^{a/}	45.2	-185.6	-80.4
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	1,241.1	859.9	-381.2	-30.7
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	500.0	-135.0		
Reservas Netas (- aumento)	-500.0	135.0		

^{1/} Incluye Maquila por US\$458.9 millones para 2004 y US\$474.5 millones para 2005

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

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

^{e/} Estimado de cierre

^{f/} Estimado

Saldo Cuenta Corriente / PIB -4.1% para 2004 y -4.0% para 2005

c) De la balanza de pagos para 2006

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas anteriormente, para la balanza de pagos de Guatemala en 2006 se plantea un escenario en el que se estima un aumento de reservas monetarias internacionales netas -RIN- por US\$210.0 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$1,443.1 millones, sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para 2006, el cual se ubicaría en US\$1,233.1 millones, equivalente a 3.9% del PIB (4.0% en 2005).

⁶¹ En cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes.



En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$3,405.3 millones, mayor en US\$235.1 millones (7.4%) respecto al de 2005. Dicho resultado estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$81.0 millones (7.5%) y por el aumento en el valor de las exportaciones de otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$154.1 millones (7.4%). Las ventas a Centroamérica estarían creciendo en US\$94.0 millones (7.0%). Por su parte, los otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando en US\$60.1 millones (8.0%).

Por su parte, el valor CIF de las importaciones estaría ubicándose en US\$8,661.1 millones, mayor en US\$528.8 millones (6.5%) respecto de 2005. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al crecimiento proyectado de la actividad económica para 2006 (3.3%)⁶². En el valor de las importaciones destacaría el aumento de los rubros siguientes: materias primas y productos intermedios (6.9%); materiales de construcción (6.9%); bienes de consumo (6.4%); y, maquinaria, equipo y herramienta (6.3%).

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para 2006, la balanza comercial registraría un déficit de US\$5,255.8 millones, mayor en US\$293.7 millones (5.9%) respecto de 2005.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$621.1 millones, mayor en US\$6.2 millones (1.0%) respecto del superávit de 2005, principalmente por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento en el superávit previsto en el rubro de Turismo y Viajes (10.0%) y en los servicios misceláneos, que incluye bienes para transformación -maquila- (4.6%).

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$3,401.6 millones, mayores en US\$235.7 millones (7.4%) a las estimadas para 2005, principalmente, debido a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$1,443.1 millones, superior en US\$396.8 millones (37.9%) al previsto para 2005. En dicho resultado destaca el aumento en el capital oficial y bancario por US\$156.2 millones, debido a una mayor colocación de bonos con no residentes y a mayores desembolsos por concepto de endeudamiento externo. Por otra parte, se esperaría que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado aumente en US\$236.9 millones (27.5%) debido a los aumentos previstos tanto en la inversión extranjera directa como en el capital de mediano y largo plazo.

⁶² Escenario pasivo elaborado mediante proyección econométrica con base en el comportamiento histórico reciente del crecimiento económico del país.



En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas aumentarían en US\$3.7 millones (2.6%) al situarse en US\$144.9 millones, asociado a las donaciones que el gobierno central recibiría del resto del mundo.

Como resultado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría, como se indicó, un aumento de reservas monetarias internacionales netas de US\$210.0 millones. Con el aumento en el nivel de dichas reservas y tomando en cuenta el aumento proyectado en las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas sería de 4.6, igual al valor de 2005.

BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2005 - 2006
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,181.3	-1,233.1	-51.8	4.4
A. BALANZA COMERCIAL	-4,962.1	-5,255.8	-293.7	5.9
1.Exportaciones FOB	3,170.2	3,405.3	235.1	7.4
Principales Productos	1,076.0	1,157.0	81.0	7.5
Otros Productos	2,094.2	2,248.3	154.1	7.4
2.Importaciones CIF	8,132.3	8,661.1	528.8	6.5
B. SERVICIOS	614.9	621.1	6.2	1.0
1. Factoriales, Neto	-381.6	-443.2	-61.6	16.1
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	996.5	1,064.3	67.8	6.8
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	3,165.9	3,401.6	235.7	7.4
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,046.3	1,443.1	396.8	37.9
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	141.2	144.9	3.7	2.6
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	45.2	201.4	156.2	345.6
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	859.9	1,096.8	236.9	27.5
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	-135.0	210.0		
Reservas Netas (- aumento)	135.0	-210.0		

^{1/} Incluye Maquila por US\$474.5 millones para 2005 y US\$498.2 millones para 2006

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

^{e/} Estimado

Saldo Cuenta Corriente / PIB -4.0% para 2005 y -3.9% para 2006

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

En Guatemala, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se ha ubicado en niveles de alrededor del 5%



durante los últimos cinco años. En 2004 se prevé que dicha variable se ubique en 4.1%, lo que implica que para 2005 deben continuar los esfuerzos para la reducción del mismo.

El déficit en cuenta corriente representa un incremento de pasivos externos mayor que el aumento de activos foráneos. Este desequilibrio implica que la economía doméstica, en un periodo contable específico, resulta deudora del resto del mundo.

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

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

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

La estimación de un resultado óptimo para la cuenta corriente de la balanza de pagos es muy compleja, pues éste puede cambiar a lo largo del tiempo, debido, entre otras razones, a las variaciones en las condiciones de la actividad económica. Aparte de esta dificultad técnica, en algunas ocasiones las



autoridades se pueden ver imposibilitadas de alcanzarlo, a causa, por ejemplo, de la presencia de shocks externos o internos.

En el campo académico no existe consenso respecto a la magnitud de un déficit en cuenta corriente sostenible; algunos expertos como Sebastián Edwards⁶³ afirman que un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible para países en vías de desarrollo, debe ubicarse entre el 3% y el 4% del producto interno bruto; en ese sentido, dicho experto recientemente afirmó que para el caso concreto de Guatemala el referido déficit debería de ubicarse en 2%⁶⁴; en contraste, Frenkel⁶⁵ y otros argumentan que el 5% puede ser el umbral idóneo y aseveran que países como Nueva Zelanda han tenido durante mucho tiempo déficit aún superiores al 5% y no han sufrido crisis cambiarias, mientras que países como Israel han tenido problemas con desequilibrios menores a la cifra mencionada.

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

3. Del sector fiscal

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

En cuanto a su magnitud, es esencial que el déficit fiscal se mantenga en niveles moderados a fin de evitar repercusiones macroeconómicas negativas que pueden traducirse en una pérdida de efectividad de la política monetaria y en la consiguiente dificultad para el banco central de cumplir con su objetivo fundamental, cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios.

En cuanto al financiamiento del déficit fiscal, este puede ser de origen interno y externo. Al hacer uso de financiamiento interno, la disposición de esos recursos en el mercado financiero implica desplazar el crédito al sector privado y, por consiguiente, restringir por esa vía la inversión productiva, ya que al emitirse deuda pública, el gobierno compite en los mercados financieros con las

⁶³ Perspectivas y Desafíos de la Macroeconomía en Guatemala, documento elaborado para el Comité Conjunto, Gobierno de Guatemala y Comité Coordinador de Asociaciones Comerciales, Industriales y Financieras -CACIF-, junio, 1999.

⁶⁴ Sebastián Edwards, Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala, noviembre de 2004.

⁶⁵ Frenkel, J., A. Rasin, and Chi-Wa Yuen. (1996): Fiscal Policies and Growth in the World Economy. Cambridge. MIT Press.



emisiones de títulos privados, aspecto que ocasiona una elevación en el nivel de las tasas de interés de corto plazo y, posteriormente, en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, que son las relevantes para financiar proyectos de inversión productiva.

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

a) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2005

De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, para 2005 la ejecución presupuestaria registraría un crecimiento en los ingresos de Q2,988.8 millones (13.6%) respecto al estimado para el cierre de 2004; mientras que el gasto aumentaría en Q4,366.1 millones (17.5%) con respecto al cierre estimado de 2004, destacando el mayor gasto de capital, el cual crecería en 17.9% con respecto al cierre estimado de 2004. Como resultado, el déficit fiscal se situaría en Q4,295.2 millones (equivalente al 1.8% del PIB) superior al previsto para el cierre de 2004 (Q2,917.9 millones, equivalente al 1.4% del PIB). En lo que corresponde al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q2,621.4 millones, mayor en Q1,398.6 millones (114.4%) respecto al estimado para el cierre de 2004; asimismo, se prevé el uso de financiamiento externo neto por Q222.2 millones, como resultado, por una parte, de desembolsos por Q1,964.7 millones y amortizaciones por Q1,742.5 millones. Por último, se estima una utilización de recursos de caja por Q1,451.6 millones, que constituiría una monetización del gobierno central, los cuales tendrían su mayor impacto en el cuarto trimestre de 2005, resultado de un mayor gasto a realizar en dicho periodo.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑO: 2004 - 2005
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	2004 e/	TRIMESTRE				2005 e/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	22,024.9	5,291.3	6,573.4	6,462.2	6,686.8	25,013.7	2,988.8	13.6
A. Ingresos (1+2)	21,767.6	5,200.6	6,457.9	6,302.5	6,491.4	24,452.4	2,684.8	12.3
1. Ingresos Corrientes	21,766.6	5,200.6	6,457.9	6,302.5	6,491.4	24,452.4	2,685.8	12.3
a. Tributarios	20,788.0	4,976.8	6,197.0	5,991.0	6,092.6	23,257.4	2,469.4	11.9
b. No Tributarios	978.6	223.8	260.9	311.5	398.8	1,195.0	216.4	22.1
2. Ingresos de Capital	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.0	-100.0
B. Donaciones	257.3	90.7	115.5	159.7	195.4	561.3	304.0	118.2
II. TOTAL DE GASTOS	24,942.8	6,195.6	6,517.3	8,090.5	8,505.5	29,308.9	4,366.1	17.5
A. De Funcionamiento	17,395.5	4,764.7	4,605.6	5,573.4	5,467.3	20,411.0	3,015.5	17.3
B. De Capital	7,547.3	1,430.9	1,911.7	2,517.1	3,038.2	8,897.9	1,350.6	17.9
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-2,917.9	-904.3	56.1	-1,628.3	-1,818.7	-4,295.2	-1,377.3	47.2
IV. FINANCIAMIENTO NETO	2,917.9	904.3	-56.1	1,628.3	1,818.7	4,295.2	1,377.3	47.2
A. Interno	1,222.8	866.4	964.1	802.7	-11.8	2,621.4	1,398.6	114.4
B. Externo	3,269.4	-141.4	102.5	220.0	41.1	222.2	-3,047.2	-93.2
C. Variación de Caja	-1,574.3	179.3	-1,122.7	605.6	1,789.4	1,451.6	3,025.9	-192.2
(-) aumento (+) disminución								

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación

Carga tributaria

Déficit/PIB

9.8

-1.4

9.9

-1.8

b) Estimación de la ejecución presupuestaria para 2006

Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas contempladas en el Presupuesto Multianual 2005-2007 del Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2005, la ejecución presupuestaria para 2006 registraría un aumento en los ingresos de Q2,477.8 millones (9.9%) respecto a los ingresos estimados para el cierre de 2005; mientras que el gasto total registraría un crecimiento de Q2,487.5 millones (8.5%) con respecto al cierre estimado de 2005. En este orden, el déficit fiscal se ubicaría en Q4,304.9 millones (equivalente a 1.6% del PIB) menor al estimado para el cierre de 2005 (1.8% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, éste sería cubierto por financiamiento interno neto en un monto de Q3,891.7 millones, mayor en Q1,270.3 millones (48.5%) al estimado para 2005; y, por financiamiento externo neto en un monto de Q413.2 millones, resultado de desembolsos por Q2,200.0 millones y amortizaciones por Q1,786.8 millones.



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

CONCEPTO	2005 e/	TRIMESTRE				2006 e/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	25,013.7	6,114.6	7,062.8	6,643.6	7,670.5	27,491.5	2,477.8	9.9
A. Ingresos (1+2)	24,452.4	6,012.9	6,982.2	6,571.4	7,545.8	27,112.3	2,659.9	10.9
1. Ingresos Corrientes	24,452.4	6,012.9	6,982.2	6,571.4	7,545.8	27,112.3	2,659.9	10.9
a. Tributarios	23,257.4	5,813.3	6,713.2	6,364.6	6,970.0	25,861.1	2,603.7	11.2
b. No Tributarios	1,195.0	199.6	269.0	206.8	575.8	1,251.2	56.2	4.7
2. Ingresos de Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Donaciones	561.3	101.7	80.6	72.2	124.7	379.2	-182.1	(32.4)
II. TOTAL DE GASTOS	29,308.9	6,739.6	6,875.8	8,109.0	10,072.0	31,796.4	2,487.5	8.5
A. De Funcionamiento	20,411.0	5,064.7	5,095.4	5,632.4	6,189.4	21,981.9	1,570.9	7.7
B. De Capital	8,897.9	1,674.9	1,780.4	2,476.6	3,882.6	9,814.5	916.6	10.3
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-4,295.2	-625.0	187.0	-1,465.4	-2,401.5	-4,304.9	-9.7	0.2
IV. FINANCIAMIENTO NETO	4,295.2	625.0	-187.0	1,465.4	2,401.5	4,304.9	9.7	0.2
A. Interno	2,621.4	-323.7	853.4	1,394.0	1,968.0	3,891.7	1,270.3	48.5
B. Externo	222.2	131.0	178.6	47.1	56.5	413.2	191.0	86.0
C. Variación de Caja	1,451.6	817.7	-1,219.0	24.3	377.0	0.0	-1,451.6	-100.0
(-) aumento (+) disminución								

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación

Carga tributaria

Déficit/PIB

9.9

-1.8

9.8

-1.6

4. Del sector monetario

La evidencia en los últimos años de la década pasada demostró que un relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, puede conducir a una crisis cambiaria, a pérdida de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario⁶⁶. Una nueva expansión inmoderada del crédito al sector privado en forma artificial, solamente resultaría en un nuevo debilitamiento del sector externo y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo.

En ese sentido, se debe continuar fortaleciendo una política monetaria disciplinada que, mediante el uso preferente de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la eficiencia y eficacia de la gestión monetaria del banco central. Dicha política monetaria debe centrarse en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que la tasa de inflación debe continuar siendo el ancla nominal de la economía, en un marco de flexibilidad cambiaria.

⁶⁶ En 1998, el crédito bancario al sector privado registró una tasa de crecimiento de 27.7%. En 1999, la depreciación interanual del tipo de cambio fue de 14.2%, la más elevada en la historia del país y el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB se ubicó en 5.5%.



a) Sector monetario para 2005⁶⁷

Las proyecciones del sector monetario para 2005 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación prevista (4% - 6%) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 3.2% y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2005 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 8.0% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre del año anterior. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 10% y 12%, en tanto que el crédito bancario al sector privado crecería entre 11% y 13%, ambos en términos interanuales.

b) Sector monetario para 2006

A efecto de dar continuidad a las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia en el marco de un esquema de diseño de política de metas de inflación, se estima conveniente contar con proyecciones del programa monetario para 2006. Tales proyecciones guardan consistencia, por una parte, con el objetivo de mantener una inflación moderada (4%-5%) y con un crecimiento de la actividad real, que se estima podría ser de 3.3%. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2006 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 8.0% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre de 2005.

Como se indicó, se esperaría que en 2006 las RIN aumenten en US\$210.0 millones, lo que equivaldría a una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q1,679.0 millones.

Consistente con lo anterior, los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala deberían aumentar alrededor de Q10,450.0 millones. Cabe indicar que, dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que la utilización de los depósitos del gobierno central durante el año, permita que estos al finalizar el año mantengan su saldo igual al del cierre del año previo⁶⁸.

Por su parte, para 2006 se esperaría que el costo de la política monetaria continúe constituyendo la principal fuente de monetización inorgánica por alrededor de Q885.0 millones en el año. Cabe indicar que dentro de este factor el principal egreso seguiría siendo el de los intereses de las operaciones de mercado abierto que se pagan derivado del esfuerzo de neutralización de liquidez primaria.

Por otra parte, el principal factor de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala serían los depósitos de los bancos del sistema en el banco central debido al efecto del crecimiento esperado de la intermediación

⁶⁷ El detalle del programa monetario asociado a estas perspectivas se encuentra en la página 125.

⁶⁸ Estimado de acuerdo al programa fiscal multianual contenido el Proyecto de Presupuesto de Ingresos y Egresos del Gobierno Central para 2005.



financiera que permitiría un aumento de los depósitos del público en los bancos del sistema, lo que a su vez, generaría que éstos constituyeran reservas por Q783.0 millones.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, el factor de cierre de los AIN serían las operaciones de mercado abierto –OMAs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, así como la demanda de emisión monetaria, el Banco de Guatemala debería aumentar el nivel de operaciones de mercado abierto por alrededor de Q1,010.0 millones.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2006
En millones de Q.

Concepto	TOTAL ANUAL
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	27492
Egresos	31796
Corrientes	21982
Capital	9815
Déficit	4305
(% del PIB)	1.6
Financiamiento Externo NETO	413
Financiamiento Interno NETO	3892
Variación de Caja	0
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Internacionales Netas	1679
RIN US\$	210
II. Activos Internos Netos	10467
1. Gobierno Central	0
2. Resto del Sector público	0
3. Posición con bancos	-783
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-783
4. Otros Activos Netos	1277
Gastos y productos	885
Otros	392
5. Vencimientos de OMAs	9973
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	12146
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	1161
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-10985
D. COLOCACIÓN DE OMAs	10985
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-1012

Cabe indicar que con las expectativas descritas de mediano plazo consistentes con un equilibrio fiscal que se manifiesta a través del mantenimiento del saldo de los depósitos del gobierno en el banco central, se estarían consolidando las condiciones favorables para la estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos.



5. Otros aspectos para la consolidación de la estabilidad macroeconómica

a) Coordinación con la política financiera del Estado

La eficiencia y eficacia de la política macroeconómica para 2005, demanda la coordinación de los procedimientos operativos de la política monetaria con las decisiones de caja que adopten el gobierno central y las principales dependencias y entidades del sector público.

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

b) Implementación de la legislación financiera

En 2005 se deberá continuar velando por la consolidación del marco regulatorio del sistema financiero a través de la implementación de acciones que se orienten al fortalecimiento de las leyes y reglamentos correspondientes. En este sentido, cabe indicar que el profesor Sebastián Edwards propuso para el caso de Guatemala, que por medio de una activa y moderna supervisión se deben evitar los descalces directos e indirectos de moneda extranjera de las instituciones bancarias. Derivado de ello, es preciso emprender acciones para que el sistema financiero doméstico no sea vulnerable a fluctuaciones sustanciales en el tipo de cambio. Ello implica que, a través de una normativa prudencial adecuada, se garantice que los clientes que toman prestado en moneda extranjera puedan pagar aun en caso que se produzca una depreciación importante de la moneda local.

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

c) Suscripción para 2005 de un Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

Se espera que en 2005 se continúe con las gestiones para lograr la suscripción de un nuevo Acuerdo *Stand-By* con el FMI, el cual se constituiría en un respaldo al programa económico gubernamental y a la estrategia de política monetaria, cambiaria y crediticia que la Junta Monetaria determine para 2005. En ese sentido, la suscripción del referido acuerdo, contribuiría a la consolidación de la estabilidad macroeconómica, a mejorar las expectativas de los agentes económicos, a reducir el riesgo país y a promover la inversión tanto



nacional como internacional, así como a reafirmar el compromiso de las autoridades monetarias y fiscales de mantener políticas económicas consistentes y coherentes durante 2005.

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

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL

El objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, establecido de conformidad con la ley, es el de contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual se propiciarán las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

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

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

B. META DE POLÍTICA

En lo referente a la meta de inflación para 2005, se plantea que la misma se ubique dentro de un rango de entre 4% y 6%. En este sentido, cabe hacer las siguientes consideraciones:

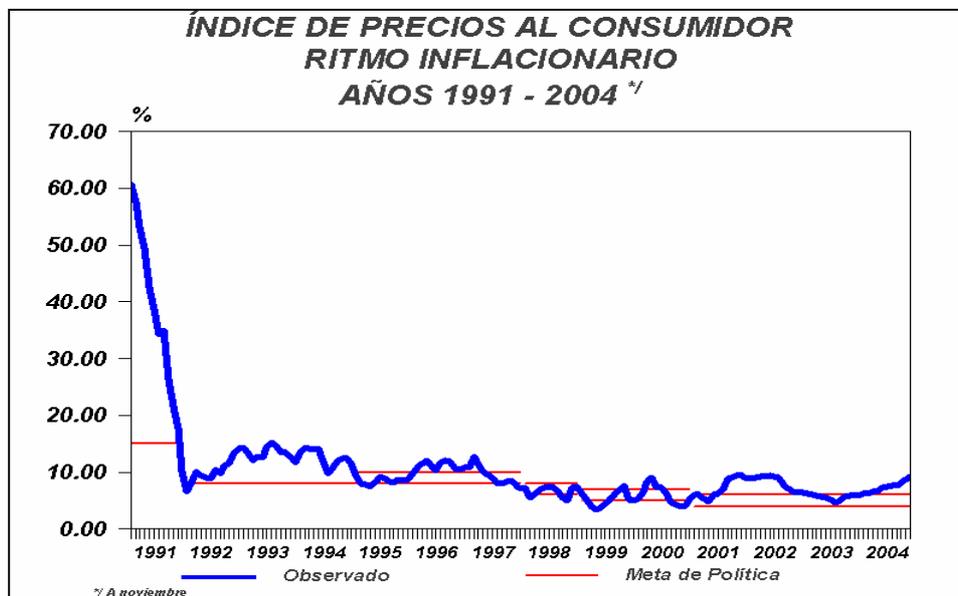
- a) Si bien se estima que el ritmo inflacionario a diciembre de 2004 se ubique en 9.3%, es procedente indicar que dicho nivel se debe, fundamentalmente, a un factor exógeno de naturaleza temporal, como lo es el shock de los precios internacionales del petróleo que se observó durante el año. Dicho fenómeno fue generado por factores de demanda y de oferta que a finales del presente año han empezado a disiparse. En particular, los expertos en la materia estiman que al desacelerarse en 2005 el ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos de América y en la República Popular China, empezará a disminuir la presión sobre los precios internacionales del petróleo atribuible a factores de demanda, los cuales consideran han sido los más importantes en la formación de los referidos precios. Asimismo, los expertos consideran que los factores de oferta ya están empezando a morigerarse con la normalización de la producción en Venezuela y Nigeria; la resolución del conflicto entre la empresa petrolera Yukos y el gobierno ruso; y,



la superación de los problemas de abastecimiento del crudo en el Golfo de México. Sin embargo, no debe perderse de vista que continúa la incertidumbre geopolítica que priva en algunas regiones productoras del crudo, por lo que los analistas estiman que la reducción de su precio hasta retornar a niveles normales se realizará en un horizonte de mediano plazo⁶⁹.

En este contexto, tomando en cuenta las proyecciones del comportamiento del precio del petróleo para 2005, basadas en la información del mercado de futuros de la Bolsa Mercantil de Nueva York, se realizó una proyección pasiva (no incluye medidas adicionales de política monetaria) del nivel general de precios para diciembre de 2005, estimándose que para esa fecha el ritmo inflacionario se ubicaría en alrededor de 6%. Cabe indicar que esta proyección tampoco incluye el hecho de que, según el FMI, para 2005 el ritmo inflacionario en los Estados Unidos de América será el mismo que registraría en 2004 (3%) y que dicho ritmo se desacelerará en el resto de los países socios comerciales de Guatemala, lo que también contribuiría a reducir la presión de la inflación importada.

- b) Desde 1991, la Junta Monetaria ha venido determinando una meta anual de inflación con tendencia decreciente, aspecto que se puede observar en la gráfica siguiente:



⁶⁹ Al 8 de diciembre de 2004, en el mercado de futuros de la Bolsa de Mercancías de Nueva York, el precio del contrato para el barril de petróleo, para diciembre de cada año, se cotizó así: 2005 US\$41.63, 2006 US\$39.64, 2007 US\$38.64, 2008 US\$37.79, 2009 US\$37.24 y 2010 US\$36.89.



Como se puede observar, la política monetaria, a través de la determinación de las metas anuales de inflación, ha venido dando un mensaje a los agentes económicos de su compromiso con la estabilidad en el nivel general de precios, aspecto que, como se indicó, se ha materializado en el anuncio de metas de inflación con tendencia descendente, sin que, con la posible excepción de 1995, se haya planteado una meta inflacionaria más alta que la del año precedente. Ello significa que la efectividad y la eficiencia de la gestión monetaria ha venido descansando, en gran medida, en la credibilidad de la misma.

Cabe indicar que en un esquema monetario de metas explícitas de inflación, que es hacia el cual se encamina Guatemala, uno de los principales activos con que cuenta el banco central es la credibilidad, dado que ésta hace posible que la meta de inflación se constituya en un ancla nominal para la economía en general y para las expectativas de los agentes económicos en particular.

Lo mencionado implica que la transición firme hacia un esquema de metas explícitas de inflación requiere del fortalecimiento de la credibilidad de la política monetaria, por lo que la adopción de una meta-rango de entre 4% - 6% es lo más aconsejable debido, fundamentalmente, a que la adopción de una meta más alta podría ser interpretado por los agentes económicos como una debilidad del banco central en lo referente al uso eficaz de sus instrumentos de política monetaria para controlar la inflación doméstica, considerando que los factores exógenos que incidieron en la inflación en 2004, especialmente el precio internacional del petróleo, están tendiendo a disiparse.

Además, el uso de una meta más alta que la mencionada pudiese ser visto por el público como una carencia de compromiso de la autoridad monetaria para alcanzar las metas de mediano y largo plazo, lo que puede implicar una pérdida de credibilidad del esquema de metas explícitas de inflación, ya que este esquema monetario no sólo se sustenta en metas de corto plazo, sino en la congruencia de las metas de corto, mediano y largo plazos.

El rango de inflación planteado permitiría que el aumento proyectado de la emisión monetaria sea consistente con el crecimiento esperado de la producción, lo que coadyuvará a evitar cualquier exceso de monetización inorgánica que derive en desviaciones sustanciales de la meta trazada.

La elección de una meta de inflación realista pretende, entre otros aspectos, que la gestión monetaria se torne en un factor coadyuvante del buen desempeño de la economía, ya que si se eligiese como meta una tasa de inflación significativamente menor al rango previsto, el cual es consistente con el ritmo inflacionario que se espera a fin de 2005, podría generarse una insuficiencia de liquidez en la economía que impediría que la oferta monetaria fuera compatible con el crecimiento económico esperado, con el consiguiente efecto inhibitor en dicho crecimiento y en la generación de empleo. Por otra parte, una mayor tasa de



inflación podría ser contraproducente por la pérdida de credibilidad que sufriría la política monetaria y, de ser el caso, por las severas distorsiones inherentes a las tasas de inflación elevadas.

El rango establecido como meta para la política monetaria busca, por lo tanto, cimentar la credibilidad del Banco Central e inducir positivamente las expectativas de los agentes económicos, a fin de propiciar un escenario estable para que los mismos puedan tomar adecuadamente sus decisiones de producción, consumo, ahorro e inversión.

Por último, cabe indicar que para dar seguimiento a la meta de la política monetaria se estará estimando periódicamente un cálculo de inflación proyectada (meta intermedia) con un horizonte de doce meses. Dicha estimación se efectuará mediante métodos de series temporales, en tanto se culmina el modelo estructural.

C. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

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

A continuación se presentan las variables indicativas a las que se propone dar seguimiento en 2005, las que incluyen algunos ajustes y modificaciones con respecto de las utilizadas hasta ahora.

1. Tasas de interés

Para 2005, con el fin de buscar la estabilidad en el mercado de dinero y evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se continuará dando seguimiento a la tasa parámetro (Tasa Taylor ajustada), así como a las tasas de interés de paridad, las cuales se comentan a continuación.

a) Tasa parámetro

La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala, se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado "Tasa Parámetro"⁷⁰.

Conviene comentar que el Banco de Guatemala desde hace

⁷⁰ En forma algebraica la Tasa Parámetro se define de la siguiente manera: $ip = [\pi + (i_p - \pi^e)] + \{ 1/3 [VTC + (\pi^e - \pi^i)] \} + [1/3 (IMAE - Y^e) + 1/3(\pi - \pi^e)]$; en donde π = ritmo inflacionario; π^e = inflación esperada según meta de política; VTC = variación relativa interanual del tipo de cambio; π^i = inflación internacional; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; y, Y^e = crecimiento esperado del PIB.



algunos años ha venido intensificando esfuerzos necesarios para encauzar el diseño y ejecución de la política monetaria, en un esquema de metas explícitas de inflación, dándole seguimiento, entre otras variables, a la tasa de interés a partir de la Tasa Parámetro. En ese orden, cabe enfatizar que la totalidad de los países que aplican el esquema de metas explícitas de inflación utilizan como variable guía la tasa de interés a corto plazo, dado que ésta capta mejor las intenciones de la autoridad monetaria respecto a la absorción o inyección de liquidez en la economía mediante la utilización de operaciones de mercado abierto como principal instrumento de política monetaria. En la práctica, el uso de la tasa de interés dentro de un sistema de metas explícitas de inflación reduce la dependencia por parte de la política monetaria del monitoreo o seguimiento de algún agregado monetario específico (por ejemplo, la oferta de dinero en sentido restringido o ampliado). Actualmente y dado que las innovaciones financieras han modificado el vínculo entre la emisión monetaria y el comportamiento de la inflación, al menos en el corto plazo, el cálculo de la Tasa Parámetro llena los requerimientos necesarios para que se le utilice como variable guía del sesgo de la política dentro de un esquema de metas explícitas, de manera que los agentes económicos, al observar los cambios en dicha tasa, puedan conocer anticipadamente el grado de restricción o laxitud de las acciones de la política monetaria.

Para el seguimiento de la Tasa Parámetro se propone que la misma se compare con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto, tasa que agrupa la totalidad de montos y plazos de las operaciones de mercado abierto. Lo anterior se propone en sustitución de la comparación que se hace actualmente entre la Tasa Parámetro y la tasa de reportos de 8 a 15 días. Ello se debe, por una parte, a que en la tasa de reportos para el plazo en mención, los montos que se manejan son reducidos y, por la otra, que no se transan operaciones todos los días; mientras que la tasa de interés de operaciones de mercado abierto promedio ponderado, refleja en mejor forma el comportamiento de la liquidez primaria de la economía.

b) Tasa de paridad

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

El cálculo de la tasa de interés de paridad está compuesto de tres elementos: a) una tasa de interés externa comparable; b) una prima por riesgo país; y, c) una prima por riesgo cambiario. En cuanto al primer elemento, para la



tasa de interés externa comparable actualmente se utiliza la London Interbank Offered Rate (LIBOR) para el caso de la tasa activa de paridad y la London Interbank Bid (LIBID) para el caso de la tasa pasiva de paridad. En relación a la prima por riesgo país, ésta se estima calculando la diferencia entre la tasa de rendimiento promedio ponderado de las diferentes colocaciones de Eurobonos en el mercado internacional que ha hecho el país (emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América, ambas a un mismo plazo. La prima de riesgo cambiario se estima mediante una aproximación de las expectativas de depreciación o apreciación en el mercado de futuros; es decir, se calcula la variación porcentual entre el tipo de cambio cotizado en el mercado de futuros a un año y el tipo de cambio spot (tipo de cambio negociado en el mercado institucional de divisas en la fecha de análisis).

Se considera que las metodologías utilizadas para el cálculo de la prima de riesgo país y la de riesgo cambiario son las mejores aproximaciones disponibles, por lo que continúan siendo válidas en términos generales. No obstante, en el caso de las tasas externas, se estima que las tasas elegidas LIBOR y LIBID no reflejan de manera adecuada el costo de oportunidad de los inversionistas nacionales, debido a que el mercado financiero que más influye en las operaciones, por su proximidad e importancia no es el de Londres, sino el de los Estados Unidos de América. En tal sentido, se considera que la tasa PRIME podría ser una mejor aproximación para el caso de la tasa de interés activa externa⁷¹ y la tasa de depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América para el caso de la tasa pasiva externa. Adicionalmente, se sugiere que al comparar la tasa externa con la tasa activa o pasiva de paridad a estas últimas se les ajuste por un margen de fluctuación, el cual podría ser una desviación estándar del comportamiento de la tasa de paridad respectiva⁷².

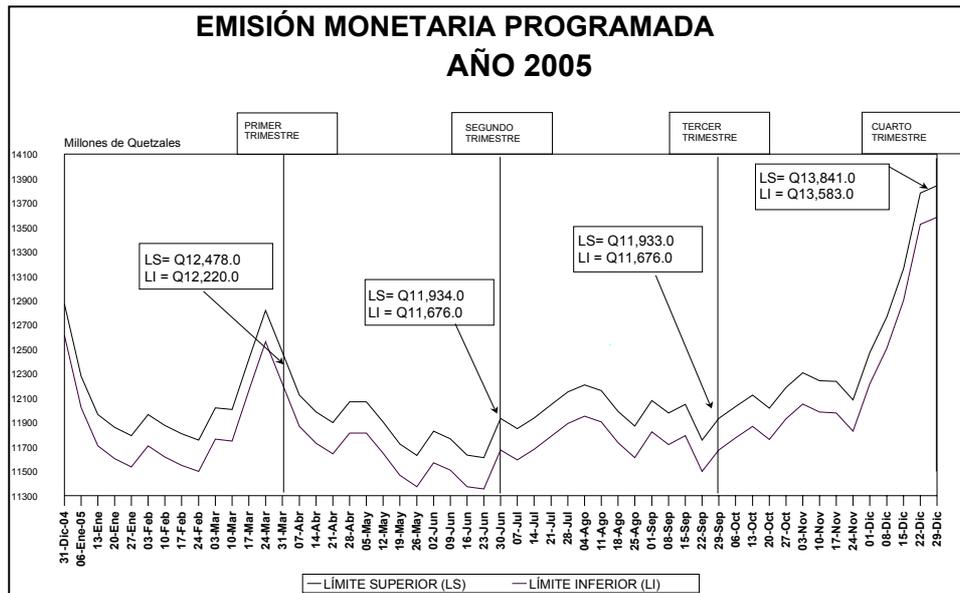
2. Emisión monetaria

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

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

⁷¹ Se sugiere eliminar la tasa activa de paridad como variable indicativa dado que, por una parte, en el presente año señaló persistentemente que la política monetaria debía relajarse y, por otra, que los movimientos en los flujos de capital hacia el país obedecen, en buena medida a cambios en la tasa de interés pasiva.

⁷² De conformidad con información comprendida entre el 31 de diciembre de 2003 y el 18 de noviembre de 2004, una desviación corresponde 0.79 puntos porcentuales para la tasa pasiva de paridad.



Las proyecciones del programa monetario para 2005 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación prevista (4%-6%) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 3.2% y, por la otra, con las estimaciones de sector externo y del fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2005 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 8.0% respecto al saldo estimado de dicha variable al cierre de 2004.

Al considerar las perspectivas del sector externo y del comportamiento de los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala, compatibles con la demanda estimada de emisión monetaria y con el crecimiento de precios, se esperaría que para 2005 se genere una contracción monetaria de origen externo por el equivalente a Q1,079.0 millones, correspondiente a una disminución del nivel de las reservas internacionales netas de US\$135.0 millones. Cabe indicar que la reducción de las RIN se explicaría, principalmente, por la demanda de divisas para atender el pago programado del servicio de la deuda, tanto interna como externa, en moneda extranjera, del sector público no financiero, ya que para el pago del servicio de la deuda pública bonificada se estima una negociación mayor que los vencimientos programados con residentes y no residentes.

Tomando en cuenta el comportamiento indicado de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos del Banco de Guatemala moneticen Q11,749.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el uso de los depósitos del sector público consolidado constituiría el principal factor de monetización por Q1,975.0 millones (Q1,452.0 millones del gobierno central y Q523.0 millones del resto del sector público), consistente con las fuentes estimadas de financiamiento del déficit fiscal de 2005.



Por su parte, para 2005 el costo de la política monetaria continuaría constituyendo una fuente de monetización inorgánica, la cual se estima que podría alcanzar alrededor de Q1,063.0 millones en el año. Cabe indicar que dentro de este factor el principal egreso está constituido por los intereses de las operaciones de mercado abierto que se pagan derivado del esfuerzo de neutralización de liquidez primaria. Asimismo, para octubre se considera que se recibirán alrededor de Q38.0 millones en concepto de intereses de los Bonos del Tesoro⁷³ que el Ministerio de Finanzas Públicas trasladaría en abril al Banco de Guatemala para cubrir las deficiencias netas de la institución registradas en 2003.

Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían los depósitos de los bancos del sistema en el banco central, debido al efecto del crecimiento esperado de la intermediación financiera que permitiría un aumento de los depósitos del público en los bancos del sistema, lo que a su vez, generaría que éstos constituyeran reservas por Q634.0 millones.

Por su parte, dentro de los activos no clasificados se estimó una monetización de alrededor de Q50.0 millones previendo el uso de recursos del Fondo de Capitalización Bancaria.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, el factor de cierre de los AIN serían las operaciones de mercado abierto -OMAs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería aumentar su saldo de liquidez primaria neutralizada en Q741.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y al analizar los factores de contracción y expansión de liquidez primaria en forma trimestral, para el periodo enero-marzo 2005 se esperaría una disminución de las RIN de US\$66.0 millones, por lo que, a fin de mantener la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala aumente su saldo de OMAs por alrededor de Q1,100.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaría una contracción de liquidez de origen externo, derivado de una pérdida de RIN por US\$7.0 millones. Debido a ello y a la contracción de liquidez que generaría el gobierno central y los bancos del sistema, se esperaría que el Banco de Guatemala inyecte liquidez primaria por Q666.0 millones.

En el tercer trimestre continuaría la disminución en el nivel de RIN por US\$56.0 millones y se esperaría un mayor uso de depósitos del gobierno central, lo cual incidiría para que el Banco de Guatemala tenga que contraer liquidez primaria por Q546.0 millones.

⁷³ Emitidos a largo plazo y a tasas de interés de mercado.



En el cuarto trimestre, como resultado, por una parte, de una contracción prevista de liquidez de origen externo, equivalente a una disminución del nivel de RIN de US\$6.0 millones y, por otra, del crecimiento estacional del uso de depósitos del gobierno central y del significativo aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una inyección de liquidez por aproximadamente Q241.0 millones.

Cabe indicar que debido a que las OMAs constituyen el factor de cierre de los AIN del Banco de Guatemala, éstas deberían corregir cualquier desvío que presente el resto de factores monetizantes estimados en el programa trimestral para 2005.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2005
En millones de Q.

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	5291	6573	6462	6687	25014
Egresos	6196	6517	8091	8506	29309
Corrientes	4765	4606	5573	5467	20411
Capital	1431	1912	2517	3038	8898
Déficit (% del PIB)	904	-56	1628	1819	4295 1.8
Financiamiento Externo NETO	-141	103	220	41	222
Financiamiento Interno NETO	866	964	803	-12	2622
Variación de Caja	179	-1123	606	1789	1452
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Internacionales Netas	-527	-56	-446	-50	-1079
RIN US\$	-66	-7	-56	-6	-135
II. Activos Internos Netos	6231	105	1911	3502	11749
1. Gobierno Central	179	-1123	606	1789	1452
2. Resto del Sector público	399	98	8	18	523
3. Posición con bancos	156	-332	-151	-307	-634
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	156	-332	-151	-307	-634
4. Otros Activos Netos	320	391	259	477	1447
Gastos y productos	316	229	241	277	1063
Otros	4	162	18	200	384
5. Vencimientos de OMAs	5177	1071	1190	1524	8962
III. CREACION DE LIQUIDEZ	5704	49	1465	3452	10670
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-575	-356	-271	2169	967
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-6279	-405	-1736	-1283	-9703
D. COLOCACIÓN DE OMAs	6279	405	1736	1283	9703
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-1102	666	-546	241	-741

3. Medios de pago

Los medios de pago -M2- miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma que sea



consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero.

En virtud de lo anterior, se tiene que para 2005 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 10.0% y 12.0%, en términos interanuales.

Hasta la fecha, la orientación de política monetaria que se deriva de dicha variable se obtiene de comparar su variación interanual registrada a la fecha que se esté analizando con el corredor estimado para finales de año. Si el valor registrado está por debajo del límite inferior de dicho corredor la orientación sería relajar la política monetaria, en tanto que si se ubica por arriba del límite superior, la orientación sería restringirla. No obstante, la orientación de política monetaria podría resultar más precisa si en lugar de comparar el dato observado con el corredor para fin de año, se compara con el valor que debería tener, para la misma fecha, de acuerdo con el referido corredor. En consecuencia, se propone que para 2005 se utilice un corredor con el comportamiento esperado para todo el año, consistente con los límites superior e inferior antes mencionados.

4. Crédito bancario al sector privado

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

Al igual que en el caso de los medios de pago, se plantea estimar una tasa de crecimiento total del crédito bancario al sector privado, incluyendo moneda nacional y moneda extranjera, de tal forma que el crédito total al sector privado guarde congruencia con la meta de inflación prevista por la autoridad monetaria. De esa forma, se espera para 2005 un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado de entre 11.0% y 13.0%, en términos interanuales.

Hasta la fecha, la orientación de política monetaria que se deriva de dicha variable se obtiene de comparar su variación interanual registrada a la fecha que se esté analizando con el corredor estimado para finales de año. Si el valor registrado está por debajo del límite inferior de dicho corredor la orientación sería relajar la política monetaria, en tanto que si se ubica por arriba del límite superior, la orientación sería restringirla. No obstante, la orientación de política monetaria podría resultar más precisa si en lugar de comparar el dato observado con el corredor para fin de año, se compara con el valor que debería tener, para la misma fecha, de acuerdo con el referido corredor. En consecuencia, se propone que para 2005 se utilice un corredor con el comportamiento esperado para todo el año, consistente con los límites superior e inferior antes mencionados.



5. Inflación subyacente esperada

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada variabilidad (mayormente estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria. Cabe indicar que a la fecha se ha utilizado la inflación subyacente observada como variable indicativa; sin embargo, dado que lo relevante es que la inflación subyacente se ubique a fin de año dentro del rango de inflación meta previsto (medida por el IPC total) se propone que en 2005 se utilice, adicionalmente, la inflación subyacente esperada como variable de seguimiento. En ese contexto, se propone monitorear la inflación subyacente esperada, con base en un modelo ARIMA⁷⁴ que contiene información estadística mensual de la inflación subyacente desde enero de 1994 hasta el último mes observado.

6. Expectativas de inflación del sector privado

Dentro de los proyectos aprobados por Junta Monetaria en 2003 estaba el de la medición de las expectativas de inflación. La aprobación de dicho proyecto se sustentó en la importancia que la referida variable tiene en el comportamiento del nivel general de precios. En efecto, 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 este periodo. En efecto, puede ocurrir que, para un comportamiento dado de los fundamentos de la economía, el hecho de que las expectativas de inflación sean altas cause una disminución de la demanda real de dinero; tal disminución, por su parte, generaría un aumento en el nivel general de precios y, por ende, una mayor tasa de inflación, para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Por el contrario, si las expectativas de inflación fueran bajas, ello causaría un aumento de la demanda real de dinero que generaría una menor tasa de inflación, también para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Cabe indicar que sus efectos se manifiestan no sólo en el nivel de precios futuros sino también en las tasas de interés y el tipo de cambio.

En tal sentido, para 2005 se propone incluir como variable indicativa, al igual que en 2004, el pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación del panel de expertos del sector privado. Su seguimiento permitirá tener una medición de las expectativas inflacionarias del sector privado.

7. Índice de condiciones monetarias -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) mide, de forma

⁷⁴ Modelo de series de tiempo autoregresivo, integrado y de promedios móviles.



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

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

Tomando en consideración que en el caso de Guatemala el ICM varía fundamentalmente por variaciones en el tipo de cambio nominal, las cuales en algunas ocasiones responden a su comportamiento estacional, se hace necesario buscar un método para suavizar el ICM de las variaciones del tipo de cambio nominal, a efecto de que la orientación de política monetaria proporcionada por dicha variable sea la esperada por la autoridad monetaria. Lo anterior puede lograrse estimando un margen de fluctuación para el ICM. Con dicho propósito, se realizó una estimación para el referido margen de fluctuación, estableciéndose que el mismo equivale a (+ / -) 0.8 puntos porcentuales, en los que puede fluctuar el ICM manteniendo una política neutral⁷⁵.

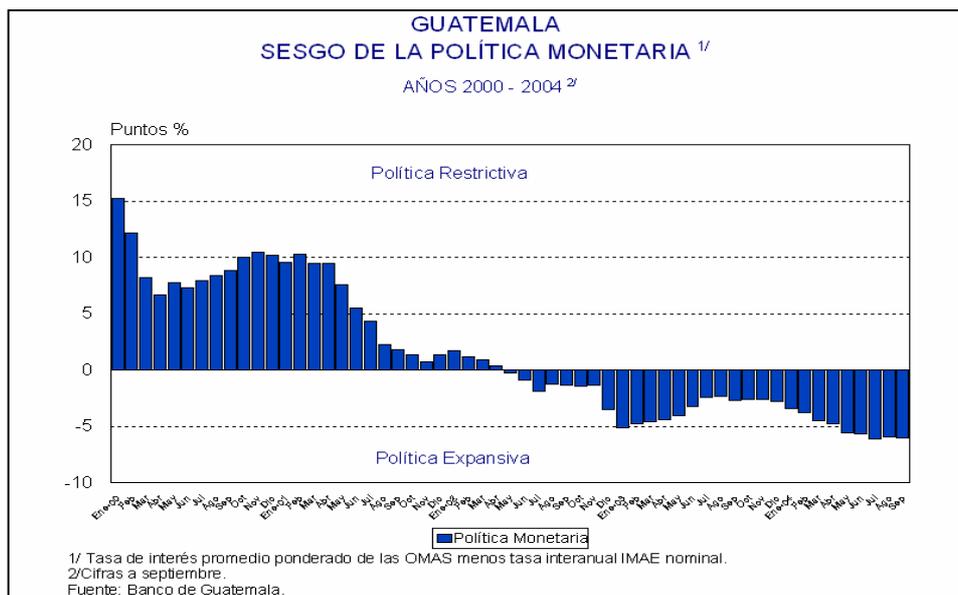
8. Indicador del sesgo de la política monetaria

Una medición útil acerca del sesgo de la política monetaria, utilizada por el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, es estimar la brecha entre la tasa de interés de fondos federales, como una tasa representativa de la política monetaria y la tasa de crecimiento del producto interno bruto nominal (que constituye una variable proxy de la tasa promedio de retorno de la inversión). Con el objeto de ampliar el número de variables indicativas que permitan monitorear el desempeño de la política monetaria y que se incluyan indicadores que usen la actividad económica como parámetro, se sugiere calcular un indicador similar al que usa el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América. En este sentido, dicho indicador puede construirse (considerando las limitaciones estadísticas) utilizando la estimación de la tasa de crecimiento interanual del índice de tendencia ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) más el ritmo inflacionario y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto del Banco de Guatemala. Si la brecha entre ambas variables es positiva; es decir, si la tasa de interés promedio ponderado mensual de las OMAs es mayor que la tasa de crecimiento interanual del IMAE más el ritmo inflacionario, la política monetaria es restrictiva para el periodo analizado, lo que significa que el costo del capital productivo (medido por la tasa de interés promedio ponderado de las OMAs), es

⁷⁵ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del Índice de Condiciones Monetarias (ICM) registrada en promedio durante los años 2003 y 2004.



superior a la tasa promedio de retorno de la inversión, por lo que los agentes económicos preferirán mantener sus recursos en el Banco Central. A su vez, si la tasa de crecimiento interanual del IMAE más el ritmo inflacionario es mayor a la tasa de interés de las OMAS, habrá existido para el periodo analizado una política monetaria expansiva⁷⁶, lo que significa que el costo del capital productivo (medido por la tasa de interés promedio ponderado de las OMAS), es inferior a la tasa promedio de retorno de la inversión, por lo que los agentes económicos no estarán dispuestos a mantener sus recursos en el Banco Central.



El seguimiento del conjunto de variables comentadas serviría de referencia para evaluar si la política monetaria ha sido restrictiva o expansiva.

D. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2005, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

1. Enfoque en el objetivo fundamental

La existencia de un objetivo fundamental en términos de promover la estabilidad en el nivel general de precios, permite al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de esa meta, que es la mejor contribución que puede ofrecer para la creación y el mantenimiento de las

⁷⁶ En forma algebraica el sesgo de la política monetaria se define de la siguiente manera: $SPM = [i - (IMAE + \pi)]$; en donde i = tasa de interés promedio ponderado mensual de las operaciones de mercado abierto; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; π = ritmo inflacionario.



condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. Es por ello que todas las funciones y atribuciones del banco central deben realizarse privilegiando la estabilidad en el nivel general de precios; es decir, cualquier acción de política que se emprenda buscando otros objetivos secundarios, debe realizarse sin menoscabo de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria.

2. El uso de las operaciones de mercado abierto en un esquema de metas explícitas de inflación

Uno de los instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, clave en un esquema de metas explícitas de inflación es el de las operaciones de mercado abierto (OMAs), que consiste en la compra y en la venta de títulos públicos a precios de mercado, realizadas por el banco central con las diferentes instituciones financieras o con el público directamente, con la finalidad de expandir o contraer directamente la base monetaria (numerario más encaje bancario) a efecto de que, por un lado, modere el comportamiento de la demanda agregada de la economía y, por el otro, influya sobre la evolución de las tasas de interés y así contribuir al logro del objetivo final de política monetaria, como lo es la estabilidad en el nivel general de precios.

a) Mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala en las operaciones de mercado abierto -OMAs-

El Banco de Guatemala, en el marco de la política monetaria, cambiaria y crediticia determinada por la Junta Monetaria, a fin de adecuar la oferta de dinero primario en la actividad económica, realiza operaciones de estabilización monetaria por medio de la captación de depósitos a plazo -DPs-. Tales captaciones se realizan por medio de los 4 mecanismos siguientes:

i) Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD-

En este mecanismo se realizan negociaciones individuales con el sistema financiero del país (bancos y sociedades financieras), en horario de 8 a 16 horas. Estas operaciones se realizan en forma diaria y actualmente se negocian a los plazos de 7, 14, 28 y 91 días, a tasas de interés en firme de 2.55%, 2.61%, 3.24% y 6.10%, respectivamente.

ii) Corro Electrónico de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Este mecanismo consiste en la utilización del corro electrónico que funciona en la Bolsa de Valores Nacional, S.A., en forma diaria en horario de 8 a 14 horas. Las negociaciones se realizan con el sistema financiero del país, por medio de casas de bolsa, realizándose actualmente a los mismos plazos y tasas que opera la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero.



Cabe indicar que la participación del Banco de Guatemala en la MEBD y en la referida bolsa de valores se efectúa tomando en consideración los cupos predeterminados por el Comité de Ejecución, los cuales se estiman en función de los factores diarios, tanto monetizantes como desmonetizantes, previstos en el flujo de monetización.

iii) Licitaciones

Esta clase de operaciones se realizan diariamente por medio de las bolsas de valores que operan en el país (Bolsa de Valores Nacional, S.A., y Bolsa de Valores Global, S.A.).

Las convocatorias se efectúan por montos globales predeterminados, los cuales, al igual que los dos mecanismos citados, son revisados en función de los factores diarios, tanto monetizantes como desmonetizantes, previstos en el flujo de monetización. Actualmente se convoca diariamente a plazos de 91, 182 y 364 días y, el martes y jueves, con el fin de promover el mercado de largo plazo, se adicionan los plazos de 728 días (2 años) y 1456 días (4 años).

iv) Ventanilla

Mediante este mecanismo se ponen a disposición diariamente 2 tipos de operaciones, las primeras con el sector privado no financiero y las segundas con entidades públicas. En el primer caso, se realizan con personas individuales quienes constituyen depósitos a plazo en múltiplos de Q100.00 y hasta un máximo de Q10,000.00; mientras que, en el segundo, se realizan con las entidades públicas, sin límite en los montos a invertir.

Para la determinación de los plazos utilizados en este mecanismo, con el sector privado no financiero, se toma en cuenta la última licitación de DPs, en tanto que con las entidades públicas los plazos se determinan a solicitud de la entidad de que se trate, siempre que sean de los ofrecidos por el banco central.

En lo que corresponde a las tasas de interés, en el caso de los primeros se aplica el promedio ponderado de la última licitación menos un punto porcentual, mientras que para los segundos, las tasas aplicadas corresponden a las tasas promedio ponderadas resultantes de la licitación de DPs. Para aquellos plazos en los que no resultan adjudicaciones o que no son incluidos en la convocatoria, las tasas se determinan interpolando las tasas de los otros plazos o, en su defecto, tomando como base las tasas de interés que aplica el Banco de Guatemala en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y bolsas de valores. Para los plazos que no sea posible interpolar, la tasa a aplicar es la que para esos plazos se aplicó en la última licitación en que fueron adjudicados.



b) Transición del esquema operacional actual para realizar operaciones de mercado abierto hacia uno consistente con el esquema monetario de metas explícitas de inflación

El esquema monetario de metas explícitas de inflación requiere de un marco operacional que incluya un mecanismo de realización de operaciones de mercado abierto que sea de mercado y que, por lo tanto, motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos y, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos. En un contexto de metas explícitas de inflación, una de las ventajas más importantes de ejecutar la política monetaria por medio de OMAs, mediante un mecanismo que privilegie las decisiones de mercado, es que el banco central no sólo puede enviar una señal clara y explícita al mercado monetario sobre la orientación de su política, sino que también recibe información del mismo, lo cual le permite disponer de elementos adicionales que contribuyan en la ejecución y seguimiento de las acciones de la política monetaria.

Consistente con lo indicado, el Fondo Monetario Internacional⁷⁷ identificó las siguientes inconveniencias respecto de la forma en que actualmente el Banco de Guatemala realiza sus operaciones de mercado abierto:

- La gran cantidad de licitaciones y colocaciones directas que se realizan reduce la competencia entre los participantes del mercado e incrementa el costo de participación del Banco de Guatemala;
- Dado que la demanda de títulos usualmente es insuficiente para cubrir completamente la oferta, la tasa de interés que se aplica en las licitaciones suele ser la tasa de reserva del Banco de Guatemala;
- Los bajos niveles de competencia provocan que no hayan incentivos para que se desarrolle el mercado secundario; y,
- No hay fungibilidad entre las diferentes emisiones; es decir, que el mercado secundario no se desarrolla dado que hay multiplicidad de vencimientos en los títulos que se transan.

Con el fin de avanzar hacia un esquema operativo de realización de operaciones de mercado abierto que sea consistente con las exigencias de un esquema monetario de metas explícitas de inflación, el FMI y expertos internacionales⁷⁸ formularon, entre otras, las siguientes recomendaciones:

⁷⁷ El Banco de Guatemala con el propósito de contar con elementos que coadyuven a una mejor toma de decisiones en materia de política monetaria, solicitó la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional –FMI– y contrató los servicios profesionales de expertos en la materia, quienes realizaron un conjunto de recomendaciones que permitan avanzar en esa dirección.

⁷⁸ Edwards, Sebastián y Rodrigo Vergara. “La Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala”. Noviembre 24, 2004.



i) Fondo Monetario Internacional

- Realizar las licitaciones una vez a la semana, con montos fijos para cada plazo;
- Reducir el número de plazos en cada licitación;
- Alternar los plazos en las licitaciones a fin de reducir la competencia entre los mismos; y,
- Comenzar con la emisión de CDPs fungibles a fin de promover el desarrollo del mercado secundario.

ii) Sebastián Edwards y Rodrigo Vergara

- Centrarse en una sola tasa de interés (idealmente la de menor plazo; es decir, la de 7 días) y que sea el mercado el que fije las tasas de interés a los otros plazos por medio de licitación, con el objeto de configurar una curva de rendimiento que, por un lado, estaría reflejando la decisión de los agentes económicos y, por el otro, constituiría un avance hacia el esquema de metas explícitas de inflación; y,
- Separar las operaciones de la política monetaria, de las operaciones destinadas a esterilizar el excedente estructural de liquidez (que los autores identifican como “política de deuda interna”).

c) Gradualidad en las acciones a tomar

Entre las recomendaciones vertidas tanto por el FMI como por los referidos expertos internacionales se encuentra la de que las acciones a tomar para establecer un mecanismo de operaciones de mercado abierto, consistentes con un esquema de metas de inflación explícitas, deben adoptarse de manera gradual y después de una profunda discusión y análisis sobre cada medida. Esto es así, porque el pretender pasar de un mecanismo a otro en un periodo muy corto podría generar incertidumbre entre los agentes económicos que participan en las referidas operaciones, redundando esto en una innecesaria merma en la efectividad de la política monetaria y, por lo tanto, en la posibilidad de arriesgar la consecución del objetivo fundamental del banco central, cual es el de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

d) Sobre la discusión de la tasa líder de la política monetaria

En relación con la definición de la tasa líder para política monetaria, el Dr. Edwards recomienda el uso de la tasa de certificados de depósitos a un plazo de 7 días; sin embargo, en su documento del año 2000 recomendó el uso de la tasa de certificados de depósito a un plazo de 28 días.

La ventaja principal de usar como tasa líder la correspondiente al plazo de 7 días, es que permitiría al Banco de Guatemala tener en todo momento un control efectivo sobre ella, tanto para ofrecer como para demandar liquidez a esa tasa. En efecto, las operaciones de reporto, mediante las



cuales el banco central ofrecería fondos a la tasa líder, se facilitan cuando son de plazo corto porque pueden ser respaldadas por un stock más grande de instrumentos financieros susceptibles de ser negociados. Si la tasa líder correspondiese a un plazo mayor, sería más difícil para el banco central inyectar liquidez a ese plazo en aquellos casos en que tales inyecciones fuesen requeridas para lograr un efectivo control de la tasa. Adicionalmente, se realizó un ejercicio econométrico basado en la aplicación de vectores auto-regresivos, en el cual se encontró que la tasa de interés correspondiente a los CDPs a 7 días es la que tiene una mayor influencia sobre las tasas de interés de mercado más relacionadas con la actividad económica⁷⁹.

No obstante lo indicado, la elección de la tasa líder de política monetaria es un tema que debe ser evaluado con mayor profundidad, a la luz tanto de las características del mercado doméstico de dinero como de la experiencia Internacional.

e) Orientación de las modificaciones en materia de operaciones de estabilización monetaria

Por lo expuesto en los incisos anteriores es conveniente, para fines prácticos, que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala esté autorizado para ir adoptando, con la gradualidad necesaria, las modificaciones que sean pertinentes a efecto de establecer un esquema operacional para realizar operaciones de estabilización monetaria que sea consistente con el esquema monetario de metas explícitas de inflación.

Dichas modificaciones deberán orientarse a los siguientes fines:

- i) **Converger hacia el uso de una sola tasa de interés correspondiente a un plazo menor a un mes.** Dicha tasa sería la tasa líder de la política monetaria que daría la señal a los mercados sobre el sesgo de dicha política en cualquier momento dado. La participación del Banco de Guatemala utilizando este plazo tendría una alta frecuencia (que podría ser, en un principio, diaria), utilizando los mercados que actualmente operan en tiempo real (MEBD y Corro Electrónico). Estas operaciones corresponderían fundamentalmente a las OMs coyunturales y estarían orientadas a influir las condiciones y expectativas del mercado con el fin de lograr la meta inflacionaria. Por ende, las decisiones en materia de determinación de la tasa líder se adoptarían en función de las proyecciones de inflación y del seguimiento de las variables indicativas de la política monetaria.

⁷⁹ En anexo 5 se presenta la tasa de interés líder de política monetaria con base en la metodología utilizada por el profesor Sebastián Edwards en 2000.



- ii) **Reorientar las licitaciones de CDPs para la realización de OMAs estructurales.** Para el efecto, se establecerían cupos para cada uno de los plazos, que en número moderado, se licitarían con una frecuencia que, por ejemplo, podría ser de dos licitaciones por semana. Las tasas de interés serían el resultado de las mejores posturas de cada plazo en cada licitación.
- iii) **Sin menoscabo del objetivo inflacionario, velar por la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo y la adecuación de la oferta de dinero primario.** Por una parte, es conveniente que las tasas de corto plazo (representadas principalmente por las tasas en el mercado de reportos) no fluctúen de forma abrupta, por lo que el Banco Central debe estar preparado para participar (mediante los mercados que operan en tiempo real) inyectando o retirando liquidez en el momento en que se observe volatilidad en dicho mercado. Por otra parte, también es conveniente que se le dé seguimiento a la cantidad de dinero en la economía, a fin de evitar la fuente más elemental (en el largo plazo) de presiones inflacionarias: el exceso de emisión primaria; para estos fines, y no obstante sus limitaciones, el seguimiento del programa de emisión monetaria continúa siendo una herramienta útil para monitorear dichos excedentes.
- iv) **Mejorar la transparencia y efectividad en la comunicación de las acciones de estabilización monetaria.** Ello implica, a su vez, continuar avanzando en los análisis y estudios que permitan modelar y estimar los efectos de la política monetaria en las distintas variables y su mecanismo de transmisión a la economía.

3. Flexibilidad cambiaria

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

No obstante lo anterior, existen razones que justifican la participación esporádica del banco central en el mercado cambiario. En primer lugar, en una economía abierta, el tipo de cambio afecta el precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual afecta a su vez la demanda doméstica y externa de bienes producidos localmente y, por lo tanto, afectará la demanda agregada y la inflación. En segundo lugar, existe también un canal directo por el cual el tipo de



cambio afecta el precio en moneda local de los bienes importados, por lo que una volatilidad cambiaria puede distorsionar los mensajes al mercado que envían los precios relativos domésticos. En tercer lugar, como agente financiero del Estado, el banco central debe adquirir y proveer de divisas de y al gobierno para la atención de sus obligaciones, por lo que el Banco de Guatemala debe participar en el mercado cambiario con el propósito de adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público.

Asimismo, a fin de moderar la volatilidad en el mercado, se propone que el Banco de Guatemala utilice el mecanismo de opciones de compra y de venta de dólares de los Estados Unidos de América. Al respecto, conviene indicar que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, en julio de 2004, empezaron a examinar la experiencia internacional relativa a la participación de un banco central en el mercado cambiario mediante el mecanismo de opciones de venta y de opciones de compra de divisas. La aplicación del citado mecanismo tiene antecedentes en las actuaciones de los bancos centrales de México y de Colombia.

En el caso del Banco de México, éste aplicó una política de acumulación de reservas monetarias internacionales mediante la emisión de opciones de venta de dólares en el periodo comprendido entre agosto de 1996 y junio de 2001. En este caso, por tanto, el objetivo de la participación cambiaria de dicho banco, mediante la emisión de opciones de venta de dólares, no tenía el objetivo de limitar la volatilidad del tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar de los Estados Unidos de América.

En el caso del Banco de la República de Colombia, luego de una visita que realizaron técnicos del Banco de Guatemala, en agosto de 2004, se conoció de su participación en el mercado cambiario mediante la colocación de opciones de divisas desde noviembre de 1999 con dos propósitos claramente diferenciados: acumular reservas monetarias internacionales y reducir la volatilidad cambiaria de corto plazo. Cabe indicar que la experiencia del citado banco es única en cuanto a su participación en el mercado cambiario mediante opciones de compra y de venta de divisas con el propósito de reducir la volatilidad de corto plazo del tipo de cambio nominal. Por ser éste un antecedente directo de la propuesta de política cambiaria relativa a la adopción y adaptación del mecanismo utilizado por el Banco de la República de Colombia, en el documento denominado "Propuesta: Uso de opciones de venta y de compra de divisas para reducir la volatilidad del tipo de cambio" (Véase anexo A), se detallan los aspectos del referido mecanismo, a efecto de que se considere su aplicación en 2005⁸⁰.

Cabe indicar que la implementación del mencionado mecanismo de opciones permitirá avanzar hacia un régimen cambiario más flexible, consistente con un esquema de metas explícitas de inflación. En tal sentido, y en congruencia

⁸⁰ Posteriormente, Sebastián Edwards y Rodrigo Vergara, en su documento "La Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala", del 24 de noviembre de 2004, también recomendaron la adopción y adaptación de un esquema de participación del banco central en el mercado cambiario como el utilizado por el Banco de la República de Colombia.



con el espíritu de gradualidad que ha de regir el tránsito hacia un esquema de metas explícitas de inflación, resulta conveniente que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala tenga la orientación de ir introduciendo las modificaciones a los mecanismos de participación en el mercado cambiario, a efecto de adoptar, a la brevedad más conveniente, el referido sistema de opciones de compra y venta de divisas, en las líneas generales descritas en el referido anexo.

Por último, es importante indicar que para la efectividad de un régimen de cambio flexible, de conformidad con la literatura moderna sobre regímenes cambiarios⁸¹, es indispensable, por un lado, que el banco central se concentre en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, pues mientras más se deprecie el tipo de cambio, la existencia de un banco central con alta credibilidad reducirá la posibilidad de formación de expectativas inflacionarias y, por el otro, que exista una supervisión financiera adecuada orientada a reducir los riesgos asociados a los calces indirectos del sistema bancario, puesto que ello garantizaría que dicho sistema mantendría una cartera sana, aun en presencia de depreciaciones cambiarias.

E. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Operaciones de mercado abierto estructurales y coyunturales

La estabilización de las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés y tipo de cambio) que se ha logrado en años recientes, se explica por el apoyo de la política fiscal a la monetaria y por la aplicación de una política monetaria que, con la elección de un ancla nominal (meta de inflación) en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, se sustentó, fundamentalmente, en la aplicación de medidas ortodoxas basada en la realización de OMAs. Dichas operaciones han demostrado ser un instrumento flexible que ha permitido al Banco Central contraer y expandir la cantidad de dinero primario, de acuerdo a los lineamientos de ejecución de la política.

En ese sentido, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2005 las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de oferta monetaria, ya que es el instrumento que menores distorsiones introduce en la economía, permitiendo cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Al analizar retrospectivamente los vencimientos de las operaciones de mercado abierto y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta primaria generada por dichos vencimientos ha sido consistentemente mayor a la demanda de dinero, lo que ha propiciado que constantemente el Banco Central esté neutralizando esos excedentes, de naturaleza estructural. Esta situación evidencia que el Banco Central, cuando los

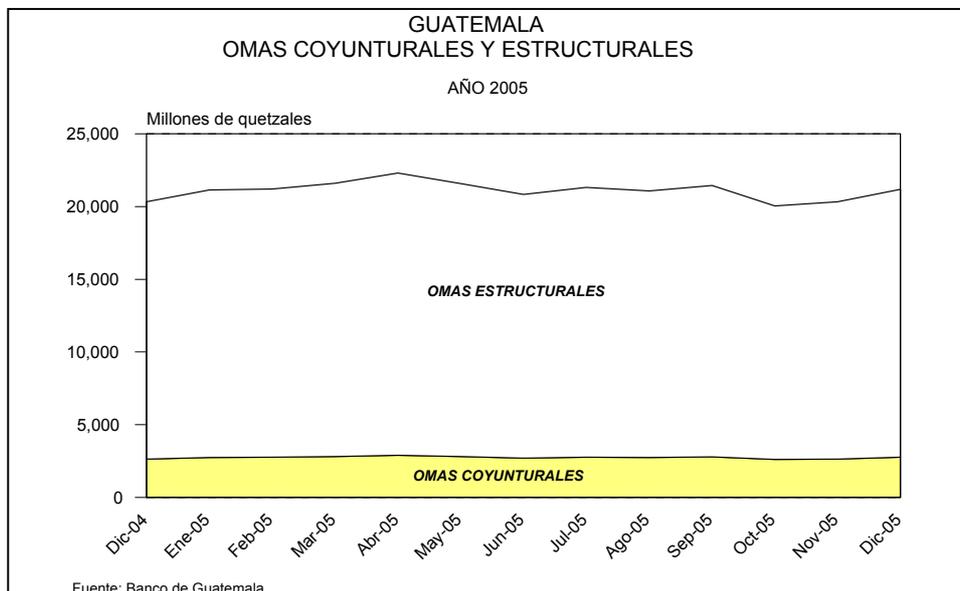
⁸¹ Véase, Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart. Fear of Floating. Quarterly Journal of Economics. Second Quarter 2002.



espacios monetarios lo permiten, puede realizar operaciones de mercado abierto a plazos mayores de un año.

Por otra parte, la realización de OMAs que impliquen una estructura de vencimientos que sea consistente con el programa monetario, se consideraría como de naturaleza coyuntural.

En tal sentido, se propone que en 2005 el Banco Central realice OMAs de naturaleza estructural y OMAs de naturaleza coyuntural (con base en la estimación antes citada), en función de las necesidades del programa monetario y de la preferencia de los agentes económicos. La gráfica siguiente ilustra la estimación realizada que separa ambos tipos de operaciones.



No obstante que el ejercicio indicado sugiere que la proporción de OMAs coyunturales sea en promedio, de 15% respecto del total, no debe perderse de vista que se trata de una estimación con los supuestos que actualmente se tiene sobre la evolución de los factores monetizantes y desmonetizantes del programa monetario para 2005, por lo que, dado que estos supuestos pueden variar ante eventos de naturaleza doméstica o exógena que se susciten en el futuro, es recomendable que al aplicar esta clasificación en el momento de realizar dichas operaciones se haga de manera gradual, a fin de no generar distorsiones innecesarias en la liquidez primaria de la economía. En ese sentido, una posibilidad es empezar con un porcentaje de 50% de OMAs coyunturales respecto del total, para luego ir reduciendo dicho porcentaje de manera gradual, acorde con los requerimientos de la economía.



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

Si bien es cierto que los bancos centrales con una política monetaria independiente, orientada a la estabilidad en el nivel general de precios en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, enfrentan la restricción del postulado de la trinidad imposible de la macroeconomía abierta, también lo es que en el corto plazo sí pueden implementar medidas transitorias de política monetaria orientadas a desalentar apreciaciones o depreciaciones⁸² aceleradas del tipo de cambio, que ponen en riesgo la estabilidad macroeconómica.

En ese contexto, siendo que el ingreso de capitales al país aún pueden considerarse de naturaleza temporal⁸³, y tomando en cuenta que no existe evidencia suficiente para poder afirmar que dicha afluencia ha cesado en definitiva y que, por lo tanto, tampoco ha desaparecido definitivamente el riesgo de apreciaciones aceleradas del tipo de cambio asociadas a dicha afluencia de capitales, se estima prudente que el Banco Central para 2005 continúe disponiendo del instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio, extrayendo dólares estadounidenses del mercado en el momento en que (estacionalmente) son excesivos, para re-inyectarlos en el momento en que resulten (estacionalmente) escasos, de conformidad con lo establecido en la Resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004.

Conviene indicar que, al contrario de las Operaciones de Mercado Abierto en quetzales, esta medida no pretende reducir la oferta primaria de dólares estadounidenses, ya que el Banco de Guatemala no controla la emisión de dicha moneda.

Cabe mencionar que los montos a captar y los plazos de las operaciones propuestas, continuarán siendo determinados por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en función de la evolución del mercado cambiario, conforme a lo dispuesto en el artículo 8, literal a, del Reglamento del Comité de Ejecución, aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-193-2002 del 1 de junio de 2002.

3. Reserva bancaria

Si bien el encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos

⁸² Por ejemplo, el Banco Central de Chile, que desde 1999 implementó un esquema monetario de metas explícitas de inflación, intervino en el mercado cambiario en 2001 y 2002 con el objeto de moderar depreciaciones aceleradas del peso chileno con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, ya que ello ponía en riesgo la estabilidad macroeconómica y la consecución del objetivo fundamental del Banco Central. También en 2003, el Banco Central de Japón adquirió US\$180,000.0 millones para evitar la apreciación abrupta del tipo de cambio y, con ello, distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas.

⁸³ Véase anexo 1.



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

4. Prestamista de última instancia

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

Con el objeto de propiciar el adecuado uso de la facilidad de prestamista de última instancia, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece límites a la función de prestamista de última instancia del banco central, a fin de privilegiar la consecución de su objetivo fundamental, el cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios⁸⁴.

Por último, cabe indicar que la Junta Monetaria está actualmente discutiendo una propuesta de lineamientos que permitan que el rol de prestamista de última instancia pueda ser cumplido.

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

1. Coordinación con la política fiscal

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

Durante 2004, la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se ha llevado a cabo mediante un Comité de Coordinación que, conforme lo acordado entre las autoridades del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala, se reúne periódicamente para darle seguimiento a las operaciones realizadas por dichas instituciones, velando por que las mismas sean

⁸⁴ Lo mencionado está regulado en el artículo 48 de la ley, el cual establece que el Banco de Guatemala, con base en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria, podrá otorgar crédito a las instituciones bancarias únicamente para cubrir deficiencias transitorias de liquidez.



acordes a un programa monetario consistente y coherente, en el marco del programa económico del país.

En el contexto descrito, la continuación de una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria constituyen una especie de “activo” que fortalece la institucionalidad de la política macroeconómica.

2. Modernización del sistema de pagos

Con el propósito de procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, fortalecer la confianza y seguridad del mismo, preservar un sistema financiero sano y fortalecer las condiciones para el crecimiento sostenido de la economía nacional, la Junta Monetaria, en resolución JM-140-2004, aprobó la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos, cuyo objetivo a ser impulsado durante 2005 es el de implementar el sistema de liquidación bruta en tiempo real y la cámara de compensación bancaria electrónica bajo un marco regulatorio integral. En este sentido, se persigue que tanto dicho sistema como la referida cámara cumplan con los principios básicos para los sistemas de pago de importancia sistémica, así como con los estándares internacionales.

3. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del banco central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidas en la ley orgánica y con el fin de que el Banco de Guatemala dé a conocer al público en forma comprensible y accesible los objetivos de la política monetaria, así como las acciones tomadas para la ejecución de dicha política⁸⁵. Para el cumplimiento de lo indicado se propone la calendarización contenida en el anexo 6.

⁸⁵ Cabe indicar que de conformidad con las recomendaciones formuladas por el Fondo Monetario Internacional en materia de metas explícitas de inflación, la transparencia y rendición de cuentas en un esquema monetario de tal naturaleza constituye un elemento valioso para el diseño e implementación de la política monetaria.



III. Las Exigencias Comunicacionales de un Régimen Monetario de Objetivos de Inflación (Inflation targeting)

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

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

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

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

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

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

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

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



IV. RECOMENDACIÓN

Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.



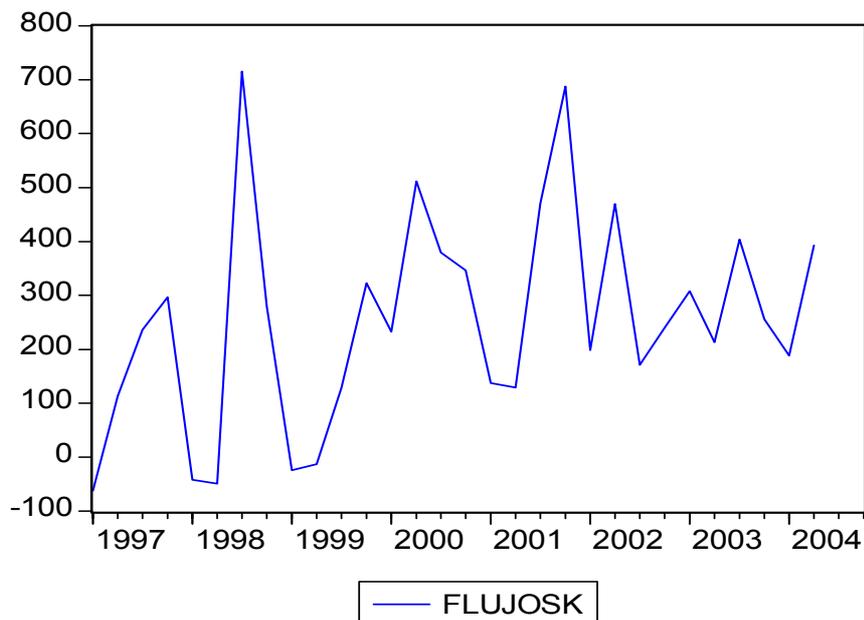
ANEXOS

ANEXO 1

Guatemala: Determinantes de los flujos de capital periodo 1997 - 2004

El objetivo del presente ejercicio es determinar las variables exógenas que han tenido mayor influencia en el comportamiento de los flujos de capital privado en el país. Las variables independientes utilizadas son aquellas sugeridas por la teoría económica: tipo de cambio, diferencial de tasas de interés y crecimiento. La información que se utilizó de base es de carácter trimestral y para el periodo 1997 – 2004.

Primero se hicieron pruebas para determinar si la serie de flujos de capital es estacionaria o no. Mediante las pruebas de Dickey-Fuller y las funciones de autocorrelación se encontró que la serie es estacionaria (integrada de orden 0). Esto tiene implicaciones importantes, puesto que si la serie es estacionaria en niveles significa que todos los *shocks* son entonces temporales, ya que una variable estacionaria es aquella que tiene media y varianza constantes y las autocorrelaciones no dependen del tiempo.



En esta gráfica se aprecia la estacionariedad de la serie, especialmente de 2000 en adelante. La función de autocorrelación que se presenta a continuación parece corresponder a un proceso de ruido blanco (media igual a 0, varianza constante, no tendencia y no autocorrelación).

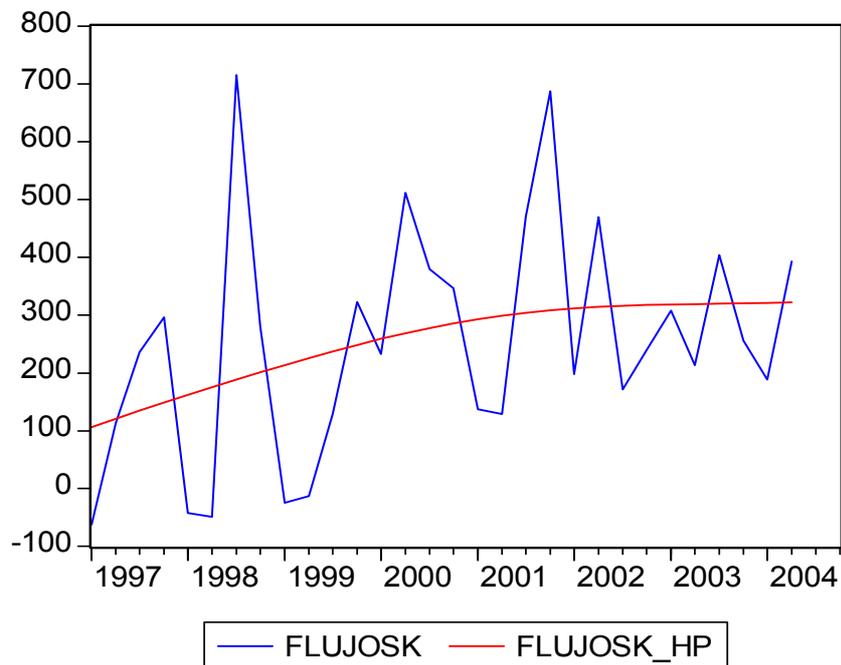


Sample: 1997:1 2004:4
Included observations: 30

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q- Stat	Prob
. * .	. * .	1 0.108	0.108	0.3879	0.533
. ** .	. ** .	2 0.225	0.240	2.1273	0.345
. .	. .	3 0.050	0.007	2.2158	0.529
. * .	. .	4 0.108	0.064	2.6473	0.618
. * .	. * .	5 0.172	0.150	3.7855	0.581
. * .	. * .	6 0.066	0.075	3.9617	0.682
. * .	. ** .	7 0.171	0.288	5.1782	0.638
. ** .	. ** .	8 0.260	0.197	8.1345	0.420
. * .	. * .	9 0.112	0.114	8.7117	0.464
. * .	. * .	10 0.180	0.081	10.271	0.417
. * .	. * .	11 0.122	0.168	11.020	0.442
. * .	. .	12 0.105	0.053	11.612	0.477
. .	. * .	13 0.043	0.101	11.716	0.551
. ** .	. ** .	14 0.220	0.217	14.627	0.404
. .	. .	15 0.008	0.023	14.631	0.478
. .	. * .	16 0.003	0.070	14.632	0.552

Derivado de que al principio de la serie sí se observa una leve tendencia, se aplicó el filtro de Hodrick y Prescott (HP), cuyo resultado se observa en la gráfica siguiente:

Guatemala: Flujos de Capital, Evolución Histórica y Tendencia de Largo plazo



El filtro HP constituye entonces la tendencia de largo plazo y podemos apreciar que, pese a que hay una tendencia creciente de 1997 a 2000, la serie luego se hace bastante estacionaria.

Análisis de Regresión

Mediante el análisis de regresión se encontró que la tendencia de los flujos de capital está explicada principalmente por el diferencial de tasas de interés.



Dependent Variable: FLUJOSK_HP
Method: Least Squares
Date: 11/23/04 Time: 16:28
Sample (adjusted): 1997:1 2004:2
Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	457.6349	64.49513	7.095650	0.0000
PNC\$	4.028794	1.629624	2.472223	0.0200
IMAETCR	-10.13621	4.964509	-2.041734	0.0511
R-squared	0.356526	Mean dependent var		254.6200
Adjusted R-squared	0.308862	S.D. dependent var		69.78231
S.E. of regression	58.01333	Akaike info criterion		11.05386
Sum squared resid	90869.7	Schwarz criterion		11.19398
Log likelihood	162.8079	F-statistic		7.479882
Durbin-Watson stat	0.149043	Prob(F-statistic)		0.002601

En donde:

PNC\$ = Paridad no cubierta (PNC\$) = Tasa pasiva – tasa libor * tipo de cambio

IMAETCR = variación interanual de la tendencia ciclo del IMAE.

Las variables explicativas son estadísticamente significativas, pero la variable de crecimiento económico no tiene el signo esperado. Sin embargo, se encontró que estos resultados son sensibles a la muestra; es decir, la significancia de los estimadores puede variar al utilizar un periodo más corto, como se muestra en la regresión siguiente:



Dependent Variable: FLUJOSK_HP
Method: Least Squares
Date: 11/23/04 Time: 16:30
Sample (adjusted): 2000:1 2004:2
Included observations: 18 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	394.8400	11.16291	35.37071	0.0000
PNC\$	2.275423	0.282360	8.058589	0.0000
IMAETCR	-0.739659	1.091116	-0.677892	0.5082
R-squared	0.820267	Mean dependent var	304.2349	
Adjusted R-squared	0.796302	S.D. dependent var	19.63643	
S.E. of regression	8.862490	Akaike info criterion	7.352544	
Sum squared resid	1178.156	Schwarz criterion	7.500940	
Log likelihood	-63.17290	F-statistic	34.22845	
Durbin-Watson stat	0.589986	Prob(F-statistic)	0.000003	

En este resultado, el coeficiente del IMAETCR tampoco tiene el signo esperado, pero estadísticamente éste no es diferente de 0. Debe notarse que el R^2 es bastante alto y el diferencial de tasas bastante significativo. Esto se puede interpretar como que en los últimos años el principal determinante de los flujos de capital ha sido el diferencial de tasas de interés.

Conclusiones

1. La serie de los flujos de capital es estacionaria, por consiguiente los *shocks* de los últimos años pueden considerarse como temporales;
2. En los últimos años los flujos de capital han estado explicados principalmente por el diferencial de tasas de interés; y,
3. Los resultados son sensibles a la muestra.



ANEXO 2

APÉNDICE ESTADÍSTICO: SECTORES REAL, MONETARIO, FISCAL Y EXTERNO (2002-2006)

SECTOR REAL
ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
A PRECIOS DE MERCADO
AÑOS: 2002 - 2005
(Millones de quetzales de 1958)

CONCEPTO	2002	2003 p/	2004 e/	2005 py/	Tasas de Variación Porcentual				Contribución en Variación Porcentual del PIB				Participación en Variación Porcentual del PIB			
					2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
					PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,308.7	5,421.4	5,565.1	5,742.3	2.2	2.1	2.7	3.2	2.2	2.1	2.7
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,192.4	1,227.8	1,270.1	1,300.2	1.8	3.0	3.4	2.4	0.41	0.67	0.78	0.54	18.09	31.37	29.38	17.00
2. Explotación de minas y canteras	29.2	29.7	27.0	27.4	10.0	1.6	-9.1	1.6	0.05	0.01	-0.05	0.01	2.27	0.42	-1.87	0.25
3. Industria manufacturera	681.0	688.0	702.1	718.0	0.8	1.0	2.1	2.3	0.10	0.13	0.26	0.29	4.62	6.26	9.82	8.96
4. Construcción	93.7	91.6	77.3	87.0	-15.3	-2.2	-15.7	12.6	-0.33	-0.04	-0.27	0.18	-14.46	-1.81	-10.01	5.50
5. Electricidad y agua	223.2	233.2	246.8	253.8	9.1	4.5	5.8	2.8	0.36	0.19	0.25	0.13	15.97	8.84	9.48	3.97
6. Transporte, almacenamiento y comun.	552.3	581.9	631.7	672.1	5.7	5.4	8.6	6.4	0.57	0.56	0.92	0.73	25.32	26.27	34.67	22.79
7. Comercio al por mayor y al por menor	1,319.2	1,346.3	1,393.3	1,432.2	2.8	2.1	3.5	2.8	0.70	0.51	0.87	0.70	31.16	24.02	32.73	21.95
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	265.3	269.2	275.6	286.0	1.8	1.5	2.4	3.8	0.09	0.07	0.12	0.19	4.02	3.53	4.44	5.86
9. Propiedad de vivienda	245.4	252.6	260.2	268.2	2.7	2.9	3.0	3.1	0.12	0.14	0.14	0.14	5.48	6.40	5.29	4.51
10. Administración pública y defensa	395.8	378.8	346.4	349.8	-0.6	-4.3	-8.5	1.0	-0.04	-0.32	-0.60	0.06	-1.95	-15.07	-22.53	1.89
11. Servicios privados	311.2	322.3	334.6	347.6	3.7	3.5	3.8	3.9	0.21	0.21	0.23	0.23	9.48	9.77	8.59	7.33
ESTRUCTURA PORCENTUAL																
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	100.0	100.0	100.0												
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	22.5	22.6	22.8	22.6												
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.5	0.5	0.5												
3. Industria manufacturera	12.8	12.7	12.6	12.5												
4. Construcción	1.8	1.7	1.4	1.5												
5. Electricidad y agua	4.2	4.3	4.4	4.4												
6. Transporte, almacenamiento y comun.	10.4	10.7	11.4	11.7												
7. Comercio al por mayor y al por menor	24.9	24.8	25.0	24.9												
8. Banca, seguros y bienes inmuebles	5.0	5.0	5.0	5.0												
9. Propiedad de vivienda	4.6	4.7	4.7	4.7												
10. Administración pública y defensa	7.5	7.0	6.2	6.1												
11. Servicios privados	5.9	5.9	6.0	6.1												

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas



SECTOR MONETARIO

Años: 2002 - 2006

En Millones de Quetzales

CONCEPTO	2002	2003	2004 ^{e/}	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
Reservas Internacionales Netas (millones de US\$ Dólares)	2,369.6	2,919.3	3,419.3	3,284.3	3,494.3
Reservas Internacionales Netas en MN ^{1/}	18,956.8	23,354.2	27,354.2	26,274.2	27,954.2
Emisión Monetaria	9,999.6	11,924.4	12,745.0	13,712.0	14,873.0
Crédito al Sector Privado Total	32,531.2	35,420.4	40,250.8	45,064.6	50,545.2
Captaciones Bancarias Totales	42,749.1	47,578.1	53,930.5	60,059.2	66,995.9
Medios de Pago M2 en MN	48,180.7	53,286.1	58,298.2	63,023.4	68,049.3
Medios de Pago M2 en M/E	3,293.3	4,900.5	6,970.7	9,234.5	12,178.6
Medio de Pago Totales M2 (MN + ME)	51,474.0	58,186.5	65,268.9	72,257.9	80,227.8
Costo de la Política Monetaria	1,015.5	990.4	1,051.0	1,063.0	885.0
Saldo de OMAs	11,158.7	14,508.5	17,665.0	18,405.0	19,417.0
M3 Total	55,179.8	61,402.0	68,893.0	76,264.6	84,653.7

INDICADORES MONETARIOS

Años: 2002 - 2006

En porcentajes

CONCEPTO	2002	2003	2004 ^{e/}	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
RIN en MN / Emisión Monetaria	189.6	195.9	214.6	191.6	188.0
RIN en MN / OMAs	169.9	161.0	154.8	142.8	144.0
RIN en MN / M2 Total	36.8	40.1	41.9	36.4	34.8
OMAs / Emisión Monetaria	111.6	121.7	138.6	134.2	130.6
Crédito al Sector Privado Total / PIB Nominal	17.8	18.0	18.9	19.2	19.2
M2 Total / PIB Nominal	28.2	29.6	30.6	30.7	30.5
M2 en ME / M2 Total	6.4	8.4	10.7	12.8	15.2
OMAs / M2 Total	21.7	24.9	27.1	25.5	24.2
OMAs / PIB Nominal	6.1	7.4	8.3	7.8	7.4
Costo de la Política Monetaria / PIB Nominal	0.6	0.5	0.5	0.5	0.3

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

^{e/} Estimado de Cierre ^{e/} Estimado



SECTOR FISCAL
AÑOS: 2002 - 2006

CONCEPTO	2002	2003 ^{p/}	2004 ^{e*/}	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
Carga Tributaria	10.6	10.3	9.8	9.9	9.8
Superávit/Déficit Fiscal (% del PIB)	-1.0	-2.3	-1.4	-1.8	-1.6
Superávit/Déficit Primario (% del PIB)	0.3	-1.2	-0.5	-0.4	0.0
Gasto Total (% del PIB)	12.4	13.4	11.7	12.4	12.1
Servicio Deuda Pública/Ingresos Tributarios (%)	33.8	27.9	27.9	33.7	41.2
Saldo Deuda Pública Interna (% del PIB)	4.5	5.6	6.2	6.7	7.5
Saldo Deuda Pública Externa (% del PIB)	13.4	14.1	14.5	13.9	12.8

^{p/} Preliminar

^{e*/} Estimado de Cierre ^{e/} Estimado



Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2004
y Propuesta para 2005



SECTOR EXTERNO
AÑOS: 2002 - 2006
- En millones de US Dólares -

CONCEPTO	2002	2003 ^{P/}	2004 ^{e2/}	2005 ^{e/}	2006 ^{e/}
Saldo Cuenta Corriente	-1,234.9	-1,050.6	-1,110.5	-1,181.3	-1,233.1
Exportaciones FOB	2,473.2	2,629.8	2,955.7	3,170.2	3,405.3
Principales productos	958.4	968.3	1,022.4	1,076.0	1,157.0
Otros productos	1,514.8	1,661.5	1,933.3	2,094.2	2,248.3
Importaciones CIF	6,304.1	6,721.6	7,628.9	8,132.3	8,661.1
Servicios	619.7	579.3	589.0	614.9	621.1
Transferencias Corrientes (Neto)	1,976.3	2,461.9	2,973.7	3,165.9	3,401.6
Remesas Familiares (Neto)	1,503.7	2,026.3	2,505.0	2,673.8	2,885.5
Saldo Cuenta Capital y Financiera	1,256.7	1,600.2	1,610.5	1,046.3	1,443.1
Transferencias de Capital (Neto)	124.2	133.8	138.6	141.2	144.9
Capital Oficial y Bancario	53.8	285.3	230.8	45.2	201.4
Capital Privado	1,078.7	1,181.1	1,241.1	859.9	1,096.8
Variación de RIN {(-) Aumento, (+) Disminución}	-21.8	-549.6	-500.0	135.0	-210.0
Monto de Reservas Monetarias Internacionales Netas	2,369.6	2,919.3	3,419.3	3,284.3	3,494.3
RELACION RESPECTO AL PIB					
Saldo Cuenta Corriente	-5.3	-4.2	-4.1	-4.0	-3.9
Exportaciones FOB	10.6	10.6	11.0	10.8	10.7
Principales productos	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6
Otros productos	6.5	6.7	7.2	7.2	7.0
Importaciones CIF	27.0	27.1	28.4	27.8	27.1
Servicios	2.7	2.3	2.2	2.1	1.9
Transferencias Corrientes (Neto)	8.5	9.9	11.1	10.8	10.6
Remesas Familiares (Neto)	6.4	8.2	9.3	9.1	9.0
Saldo Cuenta Capital y Financiera	5.4	6.5	6.0	3.6	4.5
Transferencias de Capital (Neto)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Capital Oficial y Bancario	0.2	1.2	0.9	0.2	0.6
Capital Privado	4.6	4.8	4.6	2.9	3.4
Meses de Importación de Bienes Financiados con RIN	4.2	4.6	5.0	4.6	4.6
Meses de Importación de Bienes y Servicios No Factoriales Financiados con RIN	3.9	4.2	4.6	4.2	4.2
COMERCIO EXTERIOR					
EXPORTACION - PRINCIPALES PRODUCTOS					
Café	269.0	292.3	324.8	355.3	400.6
Volumen (Miles de qq)	4,528.5	4,972.3	4,260.0	4,320.0	4,970.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	59.40	58.79	76.24	82.25	80.60
Azúcar	208.2	189.2	196.9	218.6	221.0
Volumen (Miles de qq)	27,329.7	27,481.1	26,267.5	26,987.7	27,620.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	7.62	6.88	7.50	8.10	8.00
Banano	233.0	230.6	241.9	253.6	286.3
Volumen (Miles de qq)	20,817.6	20,736.9	21,560.0	22,640.0	25,750.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	11.19	11.12	11.22	11.20	11.12
Cardamomo	93.1	78.9	75.1	75.3	74.7
Volumen (Miles de qq)	414.9	620.3	581.9	600.0	650.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	224.39	127.20	129.06	125.50	115.00
Petroleo	155.1	177.3	183.7	173.2	174.4
Volumen (Miles de barriles)	8,401.3	8,237.5	6,865.5	6,970.0	7,750.0
Precio Medio (US\$ por barril)	18.46	21.52	26.76	24.85	22.50
IMPORTACIONES - Grupo Económico CUODE					
Bienes de Consumo	2,003.1	2,188.7	2,469.9	2,638.3	2,806.0
Materias Primas y Productos Intermedios	2,133.7	2,139.0	2,452.6	2,661.1	2,844.7
Combustibles y Lubricantes	650.2	908.5	1,022.8	1,003.4	1,064.6
Materiales de Construcción	148.1	154.2	163.3	175.5	187.6
Bienes de Capital	1,368.5	1,330.8	1,519.8	1,653.5	1,757.7

^{P/} Preliminar

^{e2/} Estimado de Cierre ^{e/} Estimado



ANEXO 3

TRADUCCIÓN LIBRE

BANCO DE GUATEMALA: EVALUACIÓN DEL PROGRESO EN LA IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

PREFACIO

A solicitud de las autoridades guatemaltecas, una misión del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros (SMF) del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó la ciudad de Guatemala del 13 al 24 de septiembre de 2004⁸⁶. La misión evaluó el progreso alcanzado por el Banco de Guatemala (BANGUAT) respecto a la implementación de un régimen de metas explícitas de inflación. Aunque la misión desarrolló, principalmente, un trabajo de evaluación, también formuló recomendaciones generales para fortalecer posibles debilidades y para apoyar las condiciones requeridas para la implementación de un régimen de metas explícitas de inflación.

RESUMEN EJECUTIVO

A partir de 2000 el BANGUAT ha emprendido su transición a un régimen de metas explícitas de inflación. Como parte de esta transición, el BANGUAT solicitó una misión del FMI/SMF para que evaluara el progreso alcanzado en la consecución de este objetivo. Este reporte revela dicha evaluación, para lo cual incluye una caracterización de la política monetaria en Guatemala y recomendaciones generales para la transición del BANGUAT hacia un régimen de metas explícitas de inflación. A continuación se describen los hallazgos más importantes de la misión.

Guatemala ha tenido relativo éxito en el control de la inflación. El banco central ha anunciado metas de inflación desde 1991 y a partir de 2000 ha fijado un rango meta de entre 4% - 6%. Fijando una meta de tasa de crecimiento relativo de la emisión monetaria hasta el año 2000, el BANGUAT tuvo relativo éxito respecto a la inflación anunciada, mientras se llevaba a cabo un proceso desinflacionario. Desde 2000, Guatemala ha seguido un régimen de metas explícitas livianas de inflación, dándole cada vez más importancia a las tasas de interés de corto plazo como variables operativas.

El BANGUAT reacciona a los desarrollos reales y financieros en la economía, ajustando su política de tasas de interés e interviniendo en el mercado cambiario. Basados en datos diarios para el periodo diciembre 2000 – agosto

⁸⁶ La misión se integró por Luis I. Jácome (Jefe, SMF-FMI), Jorge Iván Canales-Kriljenko (SMF-FMI), Iván de Oliveira Lima (Banco Central de Brasil) y David Vavra (Banco Nacional de la República Checa). Marco Rodríguez (DHO-FMI) se unió al grupo de la misión en la ciudad de Guatemala. La misión se coordinó con Erick Offerdal, representante residente del Fondo Monetario Internacional en Guatemala.



2004, el análisis estadístico revela que el BANGUAT ha ajustado sistemáticamente su tasa de interés de referencia (tasa de interés de reportos, CDPs de 28 días) en respuesta a la evolución de (i) desviaciones de la inflación respecto a los niveles objetivo; (ii) desviación de la emisión monetaria respecto a los niveles objetivo; (iii) excedente de encaje bancario; (iv) tasa de los fondos federales de Estados Unidos de América; y, (v) tasa de interés en moneda nacional. Además, las tasas de interés del BANGUAT no parecen haber respondido sistemáticamente a variaciones en el tipo de cambio. A su vez, las tasas de interés del BANGUAT tienen impactos pasajeros sobre: (i) desviaciones de la inflación respecto a la inflación objetivo; (ii) tasa de interés de los depósitos; (iii) excedente de encaje bancario; y, (iv) tasa de interés de reportos. Además, no se encontró impacto estadístico de cambios en la política sobre desviaciones de la emisión monetaria y el tipo de cambio.

El BANGUAT ha hecho progresos en la construcción de un apropiado marco institucional para el régimen de metas explícitas de inflación, aunque aún existe espacio para mejoras. La nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala (2002) fortaleció el marco institucional de la política monetaria. Sin embargo, aún existe espacio para mejoras, ya que existen limitaciones que desafían la efectividad de la política monetaria. Para combatir estas debilidades, serían deseables algunas reformas legales claves, pero dichas reformas parecen difíciles de conseguir ya que se necesitan enmiendas constitucionales. No obstante, algunas otras mejoras no requieren ninguna reforma legal, sino únicamente la implementación de mejores prácticas, principalmente en el área de la comunicación y la discusión de la información. Conforme el tiempo avance, la construcción de la credibilidad aumentará *de facto* la fortaleza institucional.

El diseño de la política monetaria en el BANGUAT refleja una fase temprana en la transición entre un régimen de objetivo de agregado monetario y uno de objetivo de inflación. El BANGUAT fija los objetivos de inflación, pero no para el mediano plazo. En el contexto de un esquema de metas explícitas de inflación, falta avanzar en la determinación del uso de sus instrumentos y en el establecimiento del pronóstico de inflación como un objetivo intermedio de la política. Las acciones de política monetaria se fundamentan en información observada y no en información proyectada. Además, la función de reacción de política es difícil de entender para el mercado. El BANGUAT, sin embargo, ha tenido éxito en obtener apoyo público para sus políticas, no sólo por tener un buen récord en la consecución de las metas de inflación, sino también por su política de comunicación.

El proceso de cómo las decisiones de política monetaria son adoptadas confirma que el BANGUAT está en una fase temprana de transición hacia el régimen de metas explícitas de inflación. En efecto, un gran número de indicadores son evaluados con mucha frecuencia; la evaluación es basada casi por completo en el juicio, por lo que, para adaptarse a un esquema de metas explícitas de inflación, sería de gran ayuda un análisis más estructurado; el



proceso para evaluar nuevos datos debe orientarse más a sus consecuencias inflacionarias. Como resultado, la toma de decisiones no coincide con lo contemplado en un régimen de metas explícitas de inflación y de énfasis en la inflación de mediano plazo.

Para avanzar en la implementación de un régimen de metas explícitas de inflación, el BANGUAT necesita desarrollar un sistema de pronóstico más sólido. Este sistema debe comprender análisis de datos actuales, pronóstico de corto y mediano plazo y análisis de riesgo y de política. En la construcción de este marco el BANGUAT enfrentará varios retos. El análisis actual tendrá que ser fortalecido significativamente, lo que incluye el pronóstico de corto plazo. Para el pronóstico de inflación de mediano plazo, tiene que ponerse en marcha, tan rápido como sea posible, un modelo macroeconómico estructural simple, aunque se ajuste más adelante. Los hacedores de política deberán aprender a usar los resultados de dicho modelo en su toma de decisiones, además de coordinar la diversa experiencia empleada en la producción de pronósticos. Esto puede que requiera de la redistribución de recursos dentro y entre los departamentos del Banco de Guatemala. Para que el BANGUAT tenga éxito, la construcción de un sistema de pronóstico debe ser una prioridad institucional.

Para adoptar un régimen de metas explícitas de inflación, el BANGUAT posiblemente necesite cambiar algunos de sus procedimientos operativos. Primero, puede redefinir sus variables operacionales. Siguiendo el ejemplo de la mayoría de bancos centrales que han adoptado el sistema de metas explícitas de inflación, podría escoger como variable operativa un nivel objetivo de tasa de interés de mercado de corto plazo. El BANGUAT necesitaría utilizar las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez en el mercado de reservas bancarias consistentemente con la tasa de política. Evaluar la liquidez en el mercado de reservas requiere de un pronóstico cuidadoso de la oferta de reservas bancarias y del análisis de los factores que afectan su demanda, especialmente para el siguiente día y para el resto del periodo. Mientras se va adquiriendo experiencia en la realización de pronósticos de liquidez, el BANGUAT puede utilizar un corredor de tasa de interés que sea lo suficientemente estrecho para limitar su volatilidad, pero que al mismo tiempo sea lo suficientemente amplio para estimular los préstamos interbancarios.

El BANGUAT también debe separar sus operaciones de manejo de liquidez de corto plazo de aquellas de más largo plazo utilizadas para corregir los desequilibrios estructurales de liquidez. Las operaciones de mercado abierto de más largo plazo deben conducirse considerando los precios fijados por el mercado y no deben realizarse más de una vez por semana. Los títulos utilizados para corregir los desequilibrios estructurales deben ser emitidos con fechas de redención fijas, en vez de plazos fijos para permitir su fungibilidad e incrementar su liquidez en el mercado secundario.



Los esfuerzos para aumentar la liquidez de los títulos públicos en los mercados ayudarían al BANGUAT en la consecución de sus objetivos de política monetaria. Dichos esfuerzos deben incluir la emisión de valores fungibles desmaterializados, además de proveer una central de valores y un mecanismo de liquidación de *entrega contra pago* para valores públicos.

RECOMENDACIONES GENERALES PARA APOYAR LA TRANSICIÓN HACIA UN RÉGIMEN DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN EN GUATEMALA
A. En el marco institucional
Mejorar la comunicación relativa al rol y decisiones adoptadas por el Comité de Ejecución.
Establecer reuniones clave del Comité de Ejecución y anunciar con anticipación el calendario de dichas reuniones.
Al final de cada reunión clave, divulgar ampliamente el contenido del análisis y las decisiones adoptadas.
B. En el área de la formulación de política monetaria (en secuencia)
Emitir un comunicado de prensa inmediatamente después de suscitarse un cambio de política.
Especificar con antelación las reuniones del Comité de Ejecución en las cuales puede haber cambios de política.
Establecer objetivos internos de inflación para el mediano plazo.
Mejorar el manejo de la base de datos: posibilidad de crear una base de datos centralizada.
Construir pronósticos de corto plazo de la inflación con la ayuda de otras variables.
Revisar la estructura de variables indicativas: pronósticos con variables vinculadas a la inflación.
Incluir secciones con escenarios de mediano plazo en los documentos más importantes de política.
Construir un modelo estructural para el pronóstico de inflación de mediano plazo.
Establecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
Construir pronósticos de mediano plazo.
Utilizar los pronósticos de mediano plazo para la toma de decisiones; gradualmente disminuir la importancia de variables indicativas, utilizándolas únicamente para la evaluación de política previo a los pronósticos de mediano plazo.
Anunciar al público los objetivos de inflación de mediano plazo.
C. En el marco operacional de la política monetaria
Revisar los procedimientos del manejo de la liquidez de corto plazo.
Corregir los desequilibrios estructurales de liquidez por medio de subastas semanales.
Emitir valores desmaterializados y proveer una central de valores para valores públicos.
Proveer de un mecanismo de liquidación de entrega contra pago para valores públicos.



ANEXO 4

PROGRAMA DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL 2004/2005 VAMOS GUATEMALA

El programa VAMOS GUATEMALA es una iniciativa nacional que busca impulsar la activación económica y la armonía social, a través de programas de rápido y amplio impacto. En el programa, que se enmarca dentro del Plan de Gobierno 2004-2008 y en los compromisos definidos en los Acuerdos de Paz, se plantean proyectos específicos y medibles que, ejecutados en alianza con grupos representativos de la ciudadanía, propiciarán un clima favorable a la inversión productiva y generarán beneficios concretos a la población.

El objetivo del programa es plantear una activación económica basada en el fortalecimiento de la competitividad del aparato productivo nacional, así como en la creación y mantenimiento de un clima de confianza que favorezca la inversión productiva.

El programa VAMOS GUATEMALA, que se inició en el segundo semestre de 2004 y se extiende a 2005, define los objetivos fundamentales de Armonía Social y de Competitividad y Confianza con base en tres grandes componentes estratégicos: Guate Solidaria, Guate Crece y Guate Compite. En este último, se plantea lo relativo a la Gestión Macroeconómica, que incluye la gestión institucional del Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, en el componente Guate Compite se plantea que la consolidación de las finanzas públicas y la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se constituyen en elementos básicos para el mantenimiento de la disciplina macroeconómica. En particular, cabe indicar que el mantener y fortalecer una gestión macroeconómica responsable es un objetivo de gobierno que no se plantea como un fin en si mismo, sino como un requisito indispensable para generar las condiciones más favorables a la competitividad, la inversión productiva y el bienestar de la población.

Adicionalmente, en el marco del plan operativo del programa Vamos Guatemala, el Banco de Guatemala es una de las instituciones responsables de dos proyectos que se han incluido en el Componente Estratégico de Guate Compite, relativos al Apoyo a la Modernización del Sistema Financiero. El primero, se refiere a la modernización del sistema de pagos y, el segundo, a la presentación de anteproyectos de ley siguientes: de Garantías Mobiliarias, de Intermediarios Financieros No Bancarios (fue sustituido por el anteproyecto de Ley de Sociedades de Micro Finanzas) y del Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

Cabe mencionar que en el componente estratégico Guate Crece, el Banco de Guatemala es una de las instituciones responsables de llevar a cabo el proyecto Museo Numismático en Antigua Guatemala.

Fuente: Documento del Gobierno de la República "Construyendo Unidos un Mejor País". Septiembre de 2004.



ANEXO 5

GUATEMALA: TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA -APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA POR EL PROFESOR SEBASTIÁN EDWARDS EN 2000-

Con el objeto de seleccionar la tasa de interés que debe ser utilizada por el Banco de Guatemala para conducir la política monetaria, el profesor Edwards⁸⁷, además de algunas consideraciones teóricas realizó ejercicios econométricos, con los que trató de dar respuesta a las interrogantes siguientes:

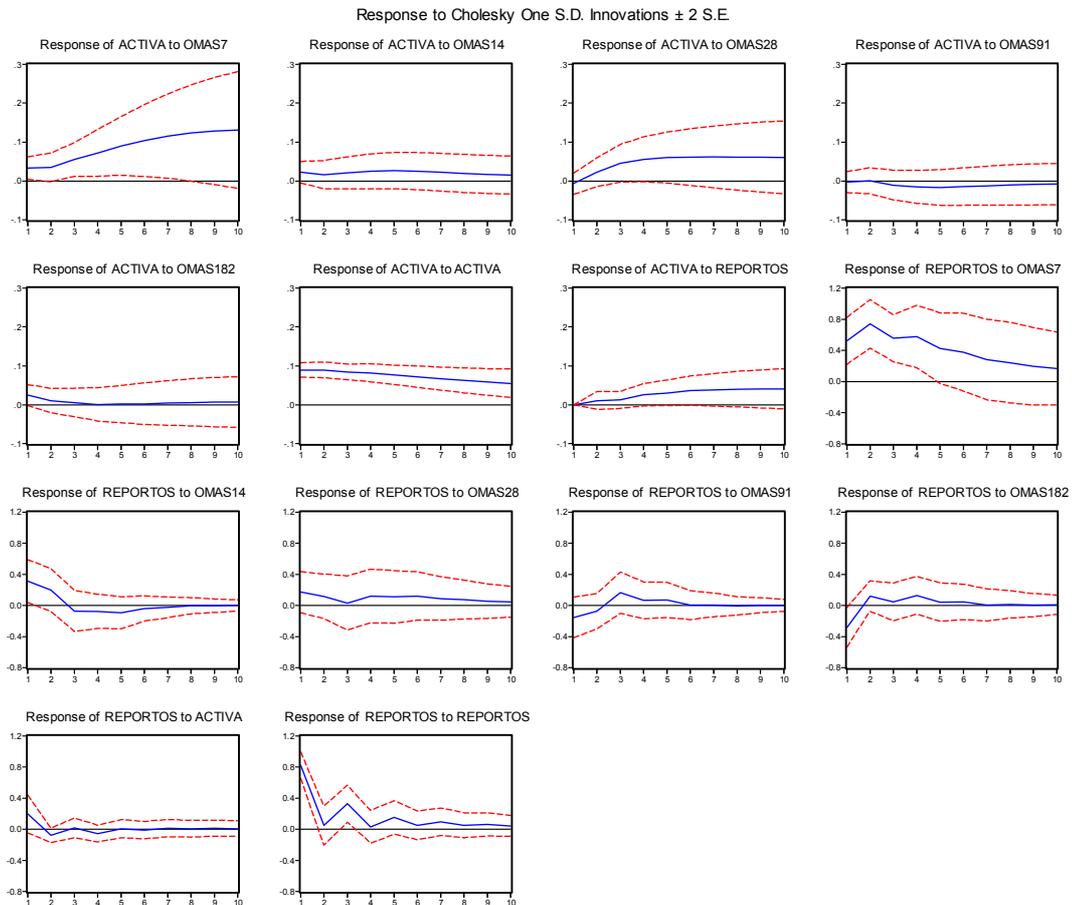
1. ¿Qué tasa de interés tiene una mayor influencia sobre las tasas de interés de mercado más relacionadas con la actividad económica?;
2. ¿Cuál es el rezago con el que la política monetaria, entendida como un cambio en la tasa de interés de política, afecta a las variables clave?; y,
3. ¿Cuál es la tasa de interés que tiene mayor efecto sobre la demanda agregada y la inflación?

Para dar respuesta a estas preguntas el profesor Edwards utilizó vectores autoregresivos y analizó las funciones impulso respuesta. Para tales interrogantes determinó que la tasa de interés con la cual el Banco Central puede lograr sus objetivos es la de OMAs a 28 días. El periodo de estudio fue de 1995 a mayo de 2000.

El objeto del presente trabajo es actualizar dicho ejercicio, incluyendo las tasas de interés en operaciones de mercado abierto a plazos de 7 y 14 días. Derivado de que en investigaciones recientes se ha determinado que existe un quiebre estructural en las variables de política monetaria alrededor de 2000, el periodo de estudio de este trabajo es de enero de 2000 a noviembre de 2004.

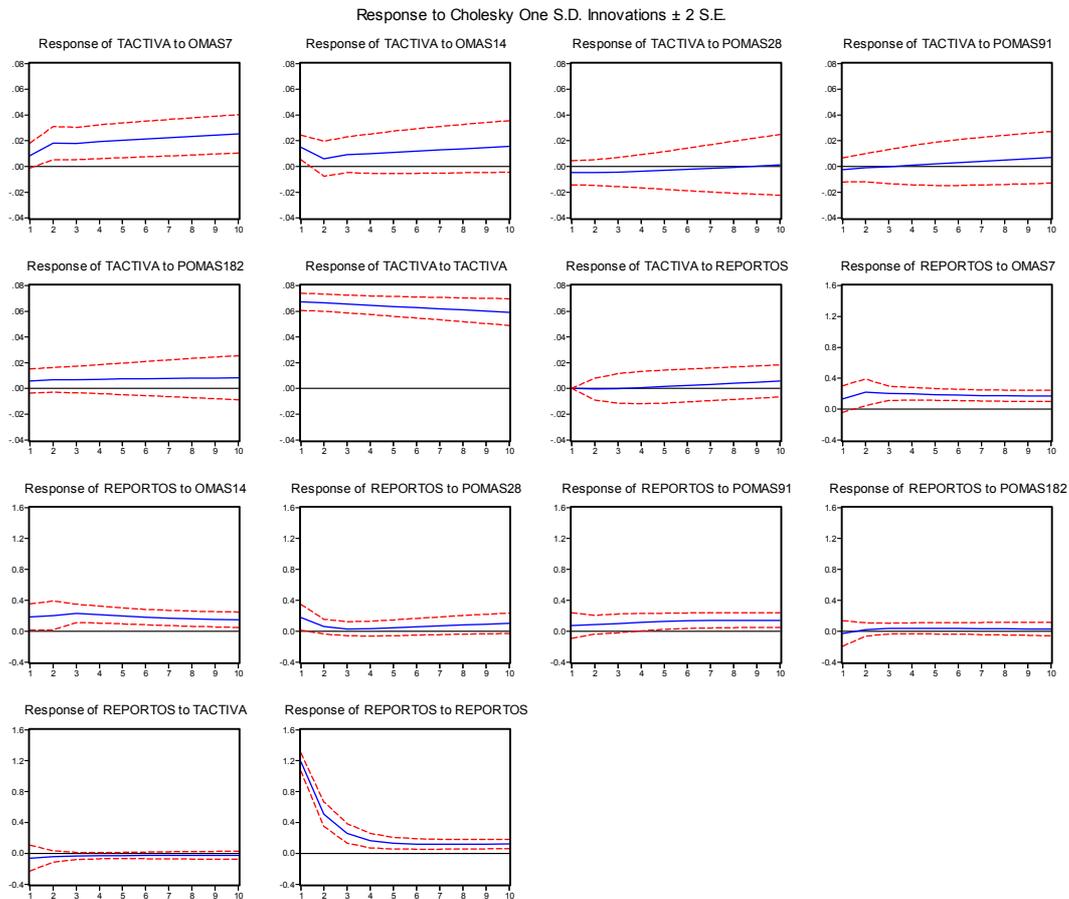
Para dar respuesta a la primera pregunta, se estimó un VAR en el cual se incluyó la tasa de interés de las OMAs a 7, 14, 28, 91 y 182 días, la tasa de interés activa promedio ponderado, la tasa de reportos y la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América, a 90 días, como variable exógena. La periodicidad de la información es mensual y las funciones de impulso respuesta obtenidas se presentan a continuación.

⁸⁷ Edwards, Sebastián. La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria. 27 de julio de 2000.



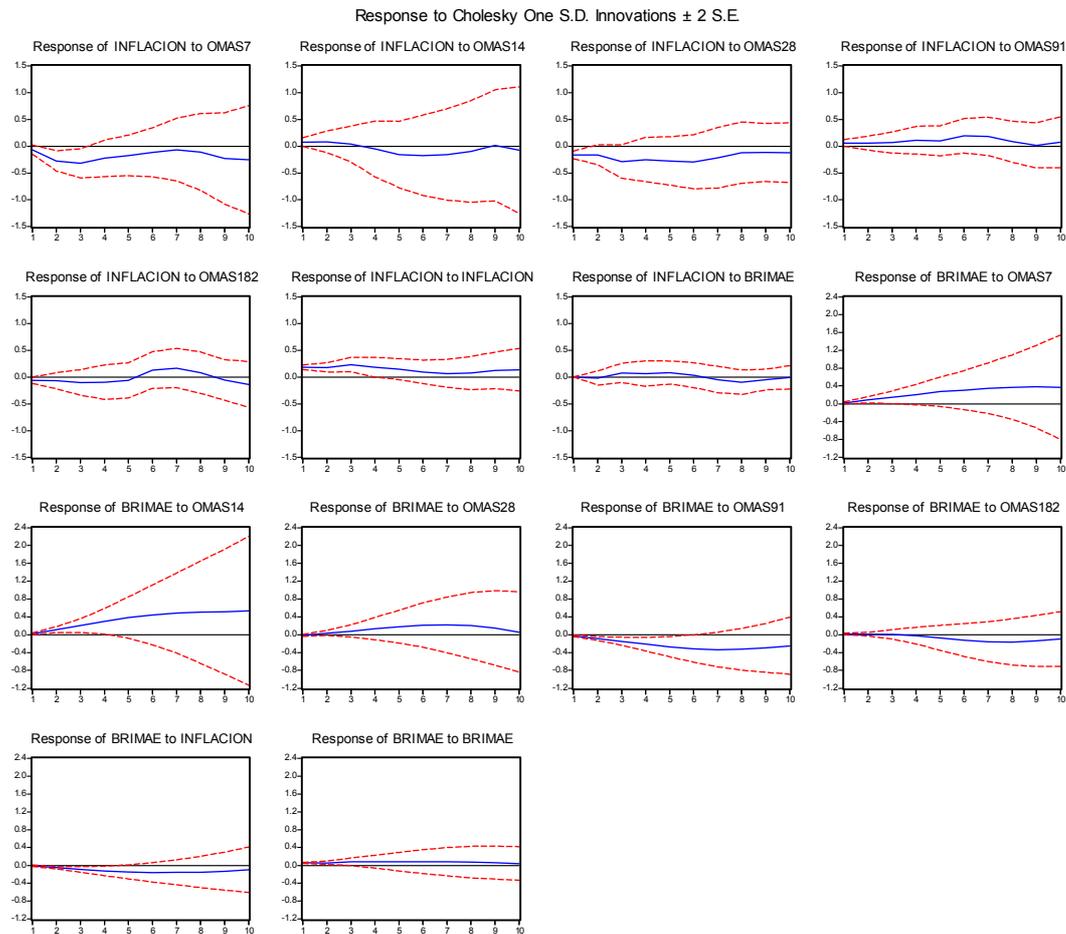
Las funciones impulso respuesta deben interpretarse como la respuesta de una variable ante *shocks*, equivalentes a una desviación estándar en cada una de las otras variables. En las gráficas anteriores se puede apreciar que la respuesta de la tasa de interés activa y de la de reportos ante *shocks* en la tasa de OMAS a 7 días es de mayor magnitud y duración comparada con la respuesta a los *shocks* en las otras tasas. La tasa de interés activa responde con un rezago de 3 meses a un *shock* en la tasa de OMAS de 7 días y el efecto desaparece después de 7 meses. En cuanto a la tasa de reportos, ésta reacciona en forma inmediata y el efecto del *shock* desaparece al quinto mes. Con base en esta observación se puede concluir que la tasa de OMAS a 7 días es la que mayor influencia tiene sobre las demás tasas de mercado y que, por consiguiente, es la tasa que debería usar el Banco de Guatemala para incidir en las demás tasas y así alcanzar sus metas de política monetaria.

Buscando consistencia se replicó el ejercicio anterior con información semanal, obteniéndose los resultados siguientes.



Estos resultados son consistentes con los VAR estimados con datos mensuales. La tasa que tiene un mayor efecto sobre las tasas de mercado es la de OMAs a 7 días.

Para dar respuesta a la segunda y tercera preguntas, el profesor Edwards utilizó las funciones impulso respuesta de un VAR con las variables siguientes: tasa de interés de OMAs a 28 días, la brecha del IMAE (de la variación interanual del índice) con respecto a su tendencia de largo plazo (obtenida con el filtro de Hodrick y Prescott) y la variación intermensual del IPC. Se incluyeron también la tasa de interés de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América, a 90 días, y la tasa de depreciación como variables exógenas. En el presente ejercicio se incluyeron las tasas de OMAs a 7, 14, 91 y 182 días y se utilizó la inflación anual con el objeto de evaluar si hubo algún cambio con la nueva muestra.



El profesor Edwards juzgó estos resultados por la capacidad de la tasa de interés para afectar la demanda agregada (a través de la brecha del IMAE) y por tener un efecto sobre la inflación. En el resultado anterior se observa que la tasa de OMAS a 7 días es la tasa que tiene un mayor efecto (en magnitud y duración) sobre la inflación, seguida por la tasa a 28 días. En lo que respecta a la respuesta de la brecha del IMAE (demanda agregada), ésta es afectada significativamente y con el signo esperado por la tasa de OMAS a 91 días. En resumen, la tasa de OMAS a 7 días es la tasa que tiene un mayor efecto sobre la inflación y la tasa a 91 días sobre la demanda agregada.

Adicionalmente el análisis de vectores autoregresivos fue complementado con pruebas de causalidad de Granger. En general, se encontró que las tasas de OMAS a 7, 14, 28 y 91 días causan, en el sentido de Granger, tanto a la tasa activa promedio ponderado como a la de reportos (ver cuadros 1 y 2). Por su parte, la tasa de OMAS a 14 días es la que “causa” más significativamente a la inflación, seguida de la tasa a 28. Por último, bajo el criterio de causalidad de Granger ninguna de las tasas de interés mencionadas parece afectar a la demanda agregada.



En conclusión, de acuerdo al análisis de modelos VAR para el periodo 2000-2004, la tasa de interés de OMAS a 7 días es la que tiene un mayor efecto sobre las tasas de mercado. En adición, esta misma tasa es la que más afecta a la inflación, en tanto que la tasa de OMAS a 91 días es la que genera respuestas estadísticamente más significativas sobre la demanda agregada. Los resultados con frecuencia mensual y semanal probaron ser consistentes. Esto representa un cambio importante con respecto al estudio que el profesor Edwards hizo para el periodo 1995 – 2000, en el cual determinó que era la tasa de OMAS a 28 días la tasa líder de política monetaria. El análisis de causalidad de Granger no resulta ser contundente para discernir cual es la tasa líder de política monetaria, debido a que se encontró que todas las tasas, a excepción de la de 182 días, causan, en el sentido de Granger, a las tasas de mercado. La tasa de 14 días probó tener un mayor efecto sobre la inflación, bajo este criterio, y ninguna probó causar a la demanda agregada.

CUADRO 1

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/09/04 Time: 10:38

Sample: 2000:01 2004:12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
<hr/>			
OMAS14 does not Granger Cause OMAS7	48	0.95112	0.33465
OMAS7 does not Granger Cause OMAS14		6.36354	0.01525
<hr/>			
OMAS28 does not Granger Cause OMAS7	47	0.92976	0.34020
OMAS7 does not Granger Cause OMAS28		5.61284	0.02228
<hr/>			
OMAS91 does not Granger Cause OMAS7	47	3.32051	0.07522
OMAS7 does not Granger Cause OMAS91		14.1929	0.00049
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause OMAS7	47	1.08504	0.30326
OMAS7 does not Granger Cause OMAS182		6.72816	0.01284
<hr/>			
ACTIVA does not Granger Cause OMAS7	47	1.27097	0.26569
OMAS7 does not Granger Cause ACTIVA		39.4808	1.3E-07
<hr/>			
REPORTOS does not Granger Cause OMAS7	47	5.19774	0.02752
OMAS7 does not Granger Cause REPORTOS		9.92585	0.00293



REPORTOS

<hr/>			
OMAS28 does not Granger Cause			
OMAS14	59	0.20270	0.65429
OMAS14 does not Granger Cause OMAS28		10.1402	0.00237
<hr/>			
OMAS91 does not Granger Cause			
OMAS14	59	0.23339	0.63091
OMAS14 does not Granger Cause OMAS91		18.0927	8.1E-05
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause			
OMAS14	59	0.27915	0.59935
OMAS14 does not Granger Cause OMAS182		7.25585	0.00931
<hr/>			
ACTIVA does not Granger Cause			
OMAS14	59	0.11093	0.74033
OMAS14 does not Granger Cause ACTIVA		15.7607	0.00021
<hr/>			
REPORTOS does not Granger Cause			
OMAS14	59	18.8128	6.1E-05
OMAS14 does not Granger Cause REPORTOS		8.75226	0.00452
<hr/>			
OMAS91 does not Granger Cause			
OMAS28	59	0.26535	0.60850
OMAS28 does not Granger Cause OMAS91		25.9424	4.3E-06
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause			
OMAS28	59	1.38875	0.24360
OMAS28 does not Granger Cause OMAS182		11.0656	0.00156
<hr/>			
ACTIVA does not Granger Cause			
OMAS28	59	0.02170	0.88341
OMAS28 does not Granger Cause ACTIVA		19.6305	4.4E-05
<hr/>			
REPORTOS does not Granger Cause			
OMAS28	59	10.5784	0.00194
OMAS28 does not Granger Cause REPORTOS		6.29143	0.01506
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause			
OMAS91	59	3.77570	0.05704
OMAS91 does not Granger Cause OMAS182		13.9066	0.00045
<hr/>			
ACTIVA does not Granger Cause			
OMAS91	59	0.45820	0.50125
OMAS91 does not Granger Cause ACTIVA		11.7091	0.00117
<hr/>			



REPORTOS does not Granger Cause OMAS91	59	7.87074	0.00690
OMAS91 does not Granger Cause REPORTOS		16.1973	0.00017
ACTIVA does not Granger Cause OMAS182	59	5.23655	0.02591
OMAS182 does not Granger Cause ACTIVA		0.29617	0.58845
REPORTOS does not Granger Cause OMAS182	59	6.28905	0.01507
OMAS182 does not Granger Cause REPORTOS		4.01670	0.04990
REPORTOS does not Granger Cause ACTIVA	59	21.7826	1.9E-05
ACTIVA does not Granger Cause REPORTOS		3.77256	0.05714

CUADRO 2

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/09/04 Time: 10:39

Sample: 2000:01 2004:12

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
OMAS14 does not Granger Cause OMAS7	44	1.39986	0.25427
OMAS7 does not Granger Cause OMAS14		0.93530	0.45489
OMAS91 does not Granger Cause OMAS7	43	0.22668	0.92157
OMAS7 does not Granger Cause OMAS91		5.91769	0.00100
OMAS182 does not Granger Cause OMAS7	43	1.68667	0.17581
OMAS7 does not Granger Cause OMAS182		0.33893	0.84977
INFLACION does not Granger Cause OMAS7	43	0.81296	0.52575
OMAS7 does not Granger Cause INFLACION		1.34431	0.27372
BRIMAE does not Granger Cause OMAS7	41	0.89510	0.47827



OMAS7 does not Granger Cause BRIMAE		0.24838	0.90851
<hr/>			
OMAS91 does not Granger Cause OMAS14	57	0.51244	0.72685
OMAS14 does not Granger Cause OMAS91		5.12275	0.00161
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause OMAS14	57	9.03367	1.6E-05
OMAS14 does not Granger Cause OMAS182		12.3253	5.7E-07
<hr/>			
INFLACION does not Granger Cause OMAS14	55	1.70661	0.16477
OMAS14 does not Granger Cause INFLACION		4.69761	0.00291
<hr/>			
BRIMAE does not Granger Cause OMAS14	55	1.61460	0.18667
OMAS14 does not Granger Cause BRIMAE		0.04045	0.99678
<hr/>			
OMAS182 does not Granger Cause OMAS91	59	6.73519	0.00020
OMAS91 does not Granger Cause OMAS182		4.78398	0.00240
<hr/>			
INFLACION does not Granger Cause OMAS91	55	3.36879	0.01686
OMAS91 does not Granger Cause INFLACION		1.98724	0.11225
<hr/>			
BRIMAE does not Granger Cause OMAS91	57	1.78993	0.14630
OMAS91 does not Granger Cause BRIMAE		0.61522	0.65376
<hr/>			
INFLACION does not Granger Cause OMAS182	55	1.59061	0.19282
OMAS182 does not Granger Cause INFLACION		1.94388	0.11913
<hr/>			
BRIMAE does not Granger Cause OMAS182	57	2.14947	0.08905
OMAS182 does not Granger Cause BRIMAE		0.20413	0.93488
<hr/>			
BRIMAE does not Granger Cause INFLACION	53	5.41967	0.00123
INFLACION does not Granger Cause BRIMAE		0.96142	0.43816
<hr/>			



ANEXO 6

CALENDARIO PARA LA PRESENTACIÓN DE TEMAS ESTRATÉGICOS DEL BANCO DE GUATEMALA A LA JUNTA MONETARIA DURANTE 2005

No.	TEMA	ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
		1a. quincena	2a. quincena																						
1	Evaluaciones a) De la Ejecución de la Política Monetaria b) Informe de Política Monetaria		X										X		X										X
2	Propuesta de Política Monetaria																								X
3	Memoria de Labores								X																
4	Estudio de la Economía Nacional									X															
5	Estados Financieros Anuales		X																						
6	Informe de Auditoría Externa					X																			
7	Informe Mensual de Operaciones		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
8	Estados Financieros del Fondo para la Protección del Ahorro		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
9	Informe Trimestral de Operaciones del Fondo para la Protección del Ahorro		X					X					X							X					
10	Política de Inversiones del Fondo para la Protección del Ahorro															X									
11	Presupuesto de Gastos del Fondo para la Protección del Ahorro																								X
12	Informe Financiero de las RMI		X					X						X							X				
13	Informe Análisis de Riesgo de las RMI		X					X						X							X				
14	Informe Control y Supervisión de las RMI		X					X						X							X				
15	Revisión de la Política de Inversiones de las RMI																				X				
16	Informe de Operaciones del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria													X											
17	Proyecto de Presupuesto Anual																								X
18	Revisión Analítica del Presupuesto							X						X							X				X
19	Informe Mensual sobre Ejecución Presupuestaria		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X



BIBLIOGRAFÍA

1. Ball, L. y Sheridan, N. (2003). "Does Inflation Targeting Matter?". International Monetary Fund, Working Paper. Classification Numbers: E30, E31, E52, E58 (June).
2. Banco Central de Chile. Ten Years of Inflation Targeting. November 2000; y, 3) Mishkin Frederic. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?. March 2004.
3. Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F.; y, Posen, A. (1999): "Inflation Targeting: Lesson from the International Experience", Princeton University Press.
4. Bernanke Ben, Laubach Thomas, Mishkin Frederic y Posen Adam. Inflation Targeting Lesson From The International Experience. 1999.
5. Hanel, Calixto Mateos y Schwartz Rosenthal, Moises (1997): "Metas de Inflación como Instrumento de Política Monetaria", Revista Monetaria, (abr-jun).
6. Lane, T.; Griffiths, M.; y, Prati, A. (1995): "¿Pueden los Objetivos de Inflación dar Credibilidad a la Política Monetaria?". Finanzas & Desarrollo (Diciembre).
7. Morande, Felipe (2000): "Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, 10 Years of Inflation Targeting: Desings, Performance, Challenges". Mimeo (december).
8. Schaechter, A.; Stone, M.; y, Zelmer, M. (2000). "Adopción de una estrategia de metas de inflación: Aspectos prácticos para los países de mercados emergentes". Fondo Monetario Internacional, Occasional paper.
9. Stone, Mark R. (2003). "Inflation Targeting Lite". International Monetary Fund, Working Paper. Classification Numbers: E52, E58, E61 (January).
10. Stone, Mark R. and Ashok J. Bhundia. A New Taxonomy of Monetary Regimes. International Monetary Fund, Working Paper. October 2004.
11. Zahler, Roberto (1994): "El Banco Central y su Objetivo de Estabilidad de Precios". Boletín del CEMLA, nov-dic.