

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-2/2004**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
JUNIO DE 2004**

Guatemala, julio de 2004

ÍNDICE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2004

I.	MARCO GENERAL	1
II.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	5
A.	SECTOR REAL	5
1.	La actividad económica para 2004	5
2.	Producto interno bruto por el origen de la producción	11
3.	Producto interno bruto por el lado del gasto	14
4.	Encuesta nacional de empleo e ingresos	16
B.	SECTOR EXTERNO	18
1.	La economía mundial	18
2.	Balanza comercial	21
3.	Reservas monetarias internacionales netas	24
C.	SECTOR FISCAL	26
1.	Análisis de la ejecución presupuestaria	26
2.	Deuda pública	28
a)	Interna	28
b)	Externa	29
D.	SECTOR FINANCIERO	30
1.	Liquidez bancaria	30
a)	en moneda nacional	30
b)	en moneda extranjera	31
2.	Adelantos	32
3.	Proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional	32
4.	Fuentes y usos de fondos del sistema bancario	34
5.	Cartera vencida y en mora	35

6.	Activos improductivos	37
IV.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS	39
A.	META DE INFLACIÓN	39
1.	Índice de precios al consumidor	39
2.	Inflación subyacente	42
3.	Inflación importada	43
B.	PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA	45
1.	Análisis del programa al primer semestre de 2004	45
a)	Monetización externa	47
b)	Posición con el sector público	47
c)	Posición con bancos y financieras	48
d)	Resultado operativo de gastos y productos	48
e)	Operaciones de mercado abierto	48
C.	VARIABLES INDICATIVAS	48
1.	Emisión monetaria	49
2.	Inflación subyacente esperada	51
3.	Expectativas de inflación del sector privado	51
4.	Medios de pago	52
5.	Crédito de los bancos al sector privado	54
a)	Tasa de crecimiento	54
b)	Cartera crediticia por actividad económica	56
c)	Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones	57
6.	Tasas de interés	57
a)	De operaciones de mercado abierto -OMAs-	57
b)	Tasa parámetro	60
c)	Competitividad externa de la tasa de interés doméstica	61
d)	Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario	63
i)	En moneda nacional	63
ii)	En moneda extranjera	64

7.	Tipo de cambio nominal	65
8.	Índice del tipo de cambio efectivo real -ITCER-	66
9.	Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	67
V.	REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO	68
VI.	CONCLUSIONES	71
A.	PERSISTENCIA DE LOS RIESGOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS	71
B.	PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO	72
C.	DEL PROGRAMA MONETARIO 2004	74
D.	EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	75
VII.	RECOMENDACIONES	77
	ANEXOS	

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2004

I. MARCO GENERAL

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

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

II. ASPECTOS CUALITATIVOS

Inflación. Durante el primer semestre de 2004, la política monetaria se ejecutó en presencia, en el orden externo, de una notable mejora en las expectativas de recuperación de la economía mundial, la cual se estima que crecerá a la tasa más alta de los últimos 20 años, lo que se asocia a una recuperación más dinámica prevista para la economía de los Estados Unidos de América; y, en el orden interno, del apoyo que la política fiscal brindó a la política monetaria, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado, así como de la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada no sólo de la citada recuperación de la economía global, sino también de la finalización del evento electoral y, por lo tanto, de la incertidumbre asociada al mismo. No obstante estos aspectos positivos, el semestre también se caracterizó por la existencia de varios eventos adversos para



la efectividad de la política monetaria, de los cuales el principal fue el comportamiento al alza de los precios internacionales del petróleo, que influyó de manera importante para que la inflación importada¹ registrada en el periodo fuera mayor a la del primer semestre de los últimos 3 años. Sobre el particular, se tiene que, a nivel de bienes y servicios, las gasolinas y la energía eléctrica fueron los principales rubros que evidenciaron el alza de los precios del petróleo. Cabe indicar que la inflación importada ejerció su mayor efecto en la inflación del mes de mayo, la cual se situó en 0.83%, el mayor porcentaje para dicho mes en los últimos cuatro años; así también, la inflación de mayo interrumpió la tendencia descendente que en la inflación mensual se venía observando desde enero del presente año.² Otro factor adverso a la efectividad de la política monetaria fue la formación de expectativas inflacionarias de los agentes económicos³, las que, además de asociarse al citado comportamiento de la inflación importada, se derivaron de los efectos que en el comportamiento de la inflación tuvieron los excedentes de liquidez primaria originados desde mayo de 2003, los cuales, no obstante los esfuerzos de estabilización monetaria realizados durante el referido año, se extendieron al primer semestre de 2004. Por otra parte, también es dable indicar que las referidas expectativas inflacionarias pudieron haber sido alentadas por cierta incertidumbre asociada a la situación de las finanzas públicas, la cual se observó durante todo el semestre. En efecto, a pesar de la fuerte restricción del gasto público observada durante el semestre y del reiterado anuncio del compromiso gubernamental de ejecutar en 2004 un déficit fiscal no mayor al 2% del Producto interno bruto, la forma en que se cerrará la brecha entre el ingreso y el gasto público se despejó hasta el 29 de junio, cuando el Congreso de la República aprobó las reformas a las leyes impositivas, que entraron en vigencia al inicio del segundo semestre del año.

En el contexto descrito, la dominancia de los factores adversos para la efectividad de la política monetaria fue determinante para que la inflación haya

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

² En el mes de junio la inflación mensual retornó a su comportamiento hacia la baja.

³ Como referencia, de conformidad con los resultados de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado efectuada en enero, febrero, marzo, abril, mayo y junio, la inflación esperada para diciembre de 2004 fue de 6.81%, 6.39%, 6.56%, 6.64%, 7.18% y 7.49%, respectivamente.



registrado un comportamiento al alza durante el primer semestre de 2004. En efecto, de conformidad con el Índice de Precios al Consumidor elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), luego de registrar un crecimiento interanual de 5.85% a diciembre de 2003, la inflación se ubicó en 7.40% a junio de 2004, superior en 2.16 puntos porcentuales al observado a junio de 2003 (5.24%) y situándose por encima del rango de entre 4% y 6% establecido como meta para fin de año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente.

Ejecución de la Política Monetaria. En presencia del alza en el precio internacional del petróleo y dado que la incertidumbre que en relación a la evolución futura de los precios se extendió durante todo el semestre, se evidenció la necesidad de tomar acciones de política monetaria orientadas a abatir las expectativas inflacionarias observadas, aunque la gestión monetaria, a fin de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas, debió ejecutarse con suma prudencia, en razón de que por un lado, no obstante que la actividad económica se está recuperando, su ritmo de crecimiento aún es insuficiente para contribuir efectivamente al objetivo de desarrollo del país y, por el otro, porque durante el segundo trimestre del año se registró un comportamiento abrupto del tipo de cambio hacia la apreciación. En ese contexto, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con base en los lineamientos contenidos en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria, ajustó en tres oportunidades la tasa de interés de los Certificados de Depósito a 28 días-plazo, aumentándola el 15 de marzo de 4.50% a 4.75%, el 13 de abril a 5.25% y el 8 de junio a 5.63%. Por lo indicado, los referidos ajustes persiguieron, por un lado, evitar que las presiones inflacionarias derivadas del alza de los precios internacionales del petróleo se contagiaran a todos los sectores de la economía y, por el otro, atacar las expectativas enviando un mensaje a los agentes económicos acerca del compromiso del banco central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.

Lo anterior pone en perspectiva que durante el resto del año la autoridad monetaria debe mantenerse atenta a la evolución de la tasa de inflación y de las



variables indicativas de dicha política, tomando en cuenta, por un lado, el componente exógeno del alza en los precios del petróleo y, por el otro, la evolución de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, todo ello con el fin de que se continúen adoptando las acciones que permitan moderar el comportamiento de los precios.

Sector Externo. En lo que concierne al sector externo, las *reservas monetarias internacionales netas*, al 30 de junio, se situaron en US\$2,954.1 millones, monto superior en US\$34.8 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2003 y que representa alrededor de 5 meses de importaciones de bienes y 5.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año. En materia de *tipo de cambio*, éste mostró estabilidad durante el primer trimestre del año, para luego registrar una abrupta tendencia hacia la apreciación, aspecto que hizo que, de conformidad con los lineamientos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, el Banco Central participara en el mercado cambiario a fin de contrarrestar la volatilidad observada. En este contexto, cabe indicar que durante el primer trimestre el tipo de cambio⁴ se depreció Q0.05 (0.6%), al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo del presente año, comportamiento que se asocia a factores estacionales; mientras que en el segundo trimestre dicha variable se apreció Q0.19 (2.35%). En este último caso, el comportamiento del tipo de cambio se debió a que la tendencia estacional la apreciación propia del referido periodo se vio exacerbada, principalmente, por el aumento de la oferta de divisas en el mercado provocado por flujos de capital y remesas recibidos del exterior, así como los pagos en el mercado doméstico de Bonos del Tesoro expresados en moneda extranjera⁵.

Tasas de interés y Crédito al Sector Privado. Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, durante el primer trimestre, continuaron con su tendencia estable y hacia la baja, al pasar de 14.11% y 4.52% el 31 de diciembre de 2003, a 13.91% y 4.40% el 31

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

⁵ En anexo 1 se desarrollan los eventos citados.



de marzo de 2004, respectivamente; sin embargo, durante el segundo trimestre el comportamiento de dichas tasas, si bien estable, evidencia que la tendencia hacia la baja ha empezado a contenerse, pues las mismas se situaron en 13.82% y 4.41%, en su orden. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto se ha mantenido, en promedio, en alrededor de 2.5% anual, aspecto que refleja la liquidez existente en el sistema bancario.

En lo que concierne al crédito bancario al sector privado, al 30 de junio éste exhibió una tasa de crecimiento interanual de 11.7%, la cual se ubica dentro del rango previsto por la política monetaria vigente (11.5% -13.5%).

Finanzas Públicas. Al 30 de junio de 2004, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, se observó un superávit fiscal de Q49.6 millones, que contrasta con el déficit fiscal registrado en igual periodo de 2003 (Q1,627.0 millones). Este resultado obedece básicamente a la contención del gasto público, el cual se situó en Q1,648.0 millones por debajo del monto observado a junio de 2003, lo que representa una disminución de 13.8% en dicha variable; y, complementariamente, al incremento de los ingresos totales, los cuales fueron mayores en Q28.6 millones a los registrados a junio del año anterior, lo que significa un aumento de 0.3% en la recaudación fiscal.

Por último, cabe indicar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando los esfuerzos para fortalecer la estabilidad macroeconómica, ya que ésta contribuye a crear un ambiente de certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional.

III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2004

Para 2004 se estima que la actividad económica, medida por el producto interno bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 2.6%, tasa superior a la de 2003 (2.1%). Este comportamiento se fundamenta, en el



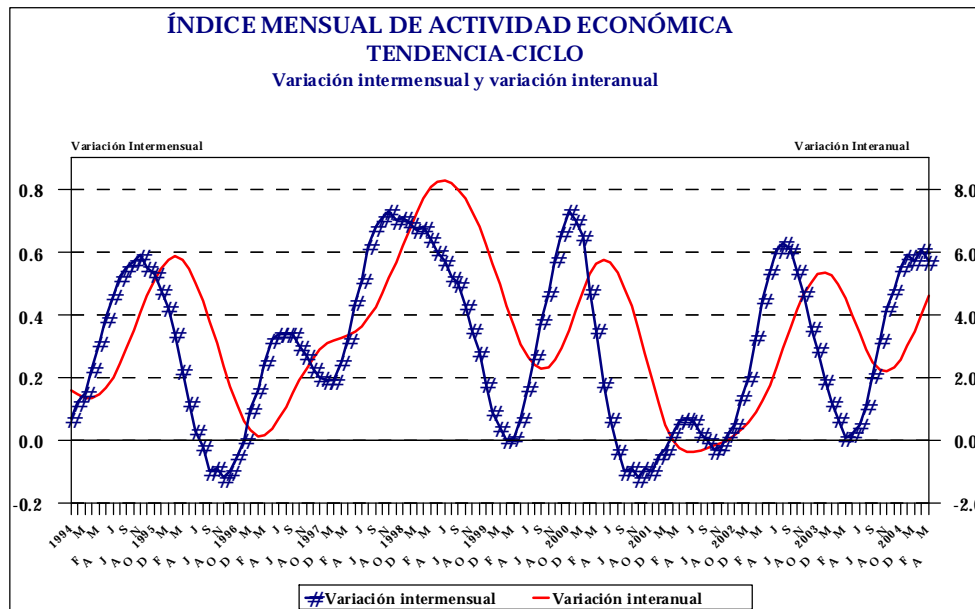
orden externo, en el mayor crecimiento previsto de la economía de los Estados Unidos de América⁶ y de la de los principales socios comerciales de Guatemala y, en el orden interno, a las perspectivas que genera la culminación del evento electoral, así como el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

Cabe indicar que si bien el precio internacional del petróleo se constituye en un factor adverso a la actividad productiva nacional, el impulso de la economía global, que crecerá al ritmo más alto de los últimos veinte años, como consecuencia, por una parte, de las mejores expectativas de crecimiento de los Estados Unidos de América y, por otra, del crecimiento previsto del comercio de bienes y servicios⁷, son factores que coadyuvan a la recuperación de la economía guatemalteca. No obstante lo anterior, dicho escenario aún es insuficiente para contribuir de manera significativa a los esfuerzos de desarrollo económico del país, si se considera que la tasa esperada de crecimiento del PIB, al ser igual a la tasa de crecimiento poblacional, sólo permitirá detener la caída del crecimiento del PIB per cápita.

La estimación del ritmo de crecimiento de la actividad económica en 2004 es apoyada por la evolución interanual del índice de tendencia ciclo del IMAE, la cual registra una tendencia al alza desde diciembre de 2003; sin embargo, la variación intermensual del índice tendencia ciclo del IMAE, que es una señal anticipada del comportamiento de la variación interanual, presenta en los meses de marzo y mayo del corriente año una desaceleración, lo cual sugiere que todavía no se ha consolidado la recuperación de la tendencia de la actividad económica.

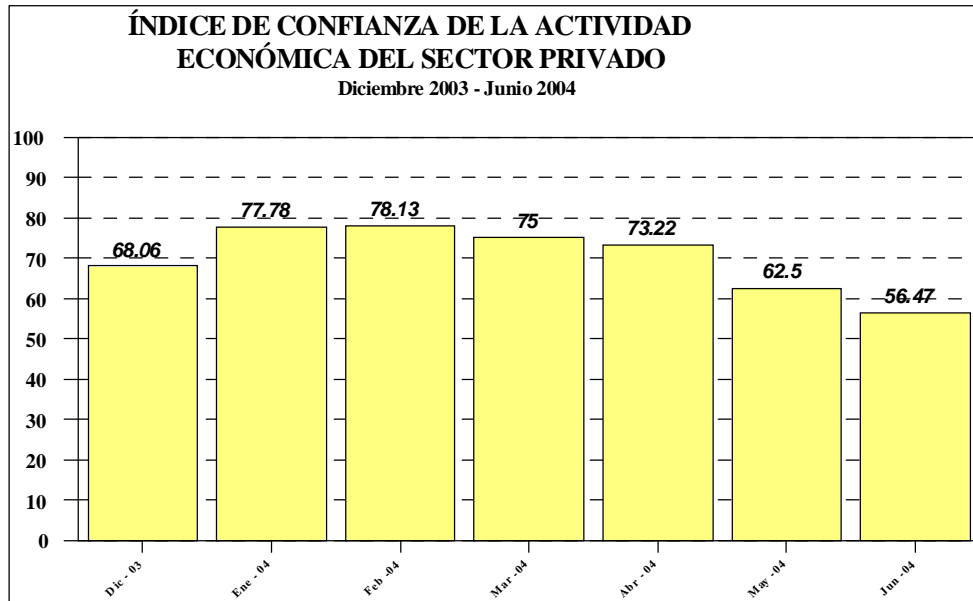
⁶ Según el Fondo Monetario Internacional, en 2003 el PIB de los Estados Unidos de América creció 3.1%, en tanto que en 2004 se prevé que crezca 4.6%, cabe indicar que en septiembre de 2003 el referido organismo estimaba una tasa de crecimiento de 3.9% para dicho país.

⁷ En 2004 se prevé que el crecimiento del comercio mundial sea de 6.8% superior al observado en 2003, que fue de 4.5%.

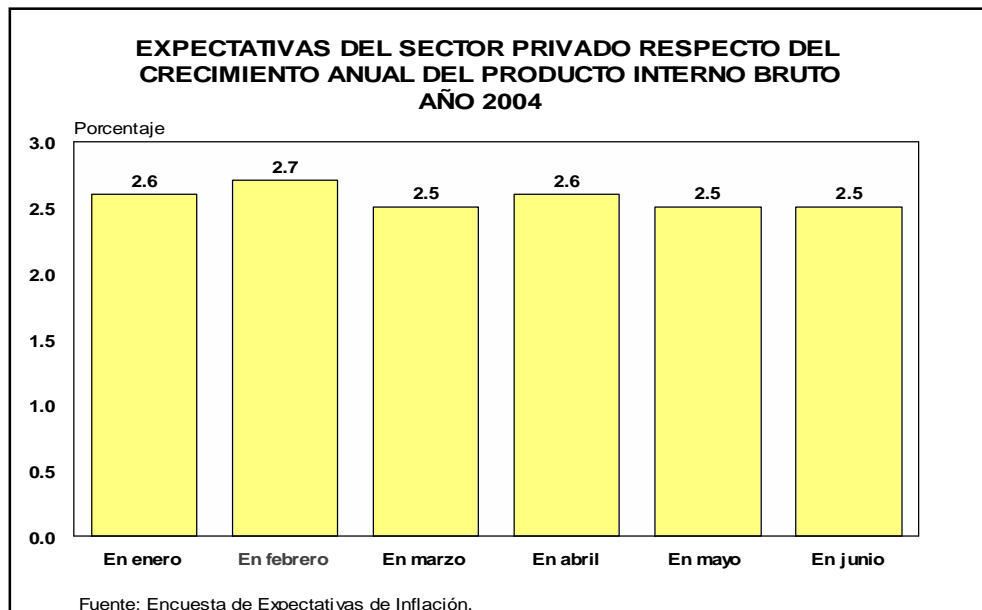


Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Sector Privado⁸, las expectativas de reactivación económica durante los primeros cuatro meses del año se mantuvieron por encima de lo registrado en diciembre de 2003. En contraste, en los meses de mayo y junio el referido índice se situó un tanto por debajo del nivel observado en diciembre del año previo.

⁸El Índice de confianza de la Actividad Económica del Sector Privado tiene el propósito de medir la percepción de los agentes económicos de dicho sector, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales de ese sector son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado -EEI-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su página de Internet.



Otro indicador que deriva de la opinión de los analistas económicos del sector privado, es el relativo a la estimación de crecimiento del producto interno bruto. En este sentido, según la Encuesta de Expectativas de Inflación del mes de junio, el PIB crecería a una tasa de 2.5% para 2004 (2.1% en 2003).



Otros indicadores de corto plazo disponibles a la fecha sobre el comportamiento de la actividad económica se comentan a continuación.



En lo que concierne al comportamiento de la producción de fluido eléctrico, según información del Administrador del Mercado Mayorista de electricidad -AMM- a mayo del presente año la misma fue de 2,985.4 miles de MWH, superior en 8.8% a la registrada en igual periodo de 2003 (2,743.5 miles de MWH). El dinamismo observado en la referida actividad se explica, por una parte, por una mayor exportación de energía eléctrica a El Salvador (que aumentó de 164.6 miles de MWH a mayo de 2003 a 241.3 miles de MWH al mismo mes de 2004) y, por otra, por la generación de electricidad para consumo interno (que pasó de una producción de 2,579.0 miles de MWH a mayo de 2003 a 2,744.1 miles de MWH a igual mes de 2004). Adicionalmente, de acuerdo con información del AMM, a partir de marzo de 2004 se incorporó al parque energético nacional la planta generadora Renace, ubicada en Alta Verapaz, con una capacidad instalada de 242 MWH.

De los indicadores del sector externo, el valor de las exportaciones del territorio aduanero⁹, en dólares de los Estados Unidos de América, a mayo de 2004 muestra un crecimiento de 5.1% (2.7% a mayo de 2003) en tanto que las exportaciones del comercio general¹⁰ presentan un incremento de 5.7% (6.3% a igual fecha de 2003). Por su parte, las importaciones del territorio aduanero, en dólares de los Estados Unidos de América, a mayo de 2004 registran un crecimiento interanual de 12.8% (5.2% a mayo de 2003) y las importaciones del comercio general, un aumento de 13.5% (7.0% a mayo de 2003).

Otro indicador es el comportamiento de los expedientes inscritos en el Registro Mercantil, en el que se observa un repunte, ya que a mayo de 2004 el total de inscripciones netas (inscripciones menos cancelaciones) muestra un crecimiento interanual de 15.2% (10.1% de caída a mayo de 2003).

Por su parte, el índice de producción de cerveza registró a mayo de 2004 un aumento interanual de 14.4% (14.5% de caída en mayo de 2003); el de ventas de cemento aumentó 16.0% (13.8% de caída en 2003); el de producción de bebidas alcohólicas creció 17.4% (21.5% de crecimiento en 2003); y, el de bebidas

⁹ Dentro de la clasificación "territorio aduanero" se incluyen las operaciones de comercio exterior que se realizan dentro del territorio en el que una aduana ejerce su jurisdicción y que cumplen con las disposiciones de la legislación arancelaria y aduanera nacional.

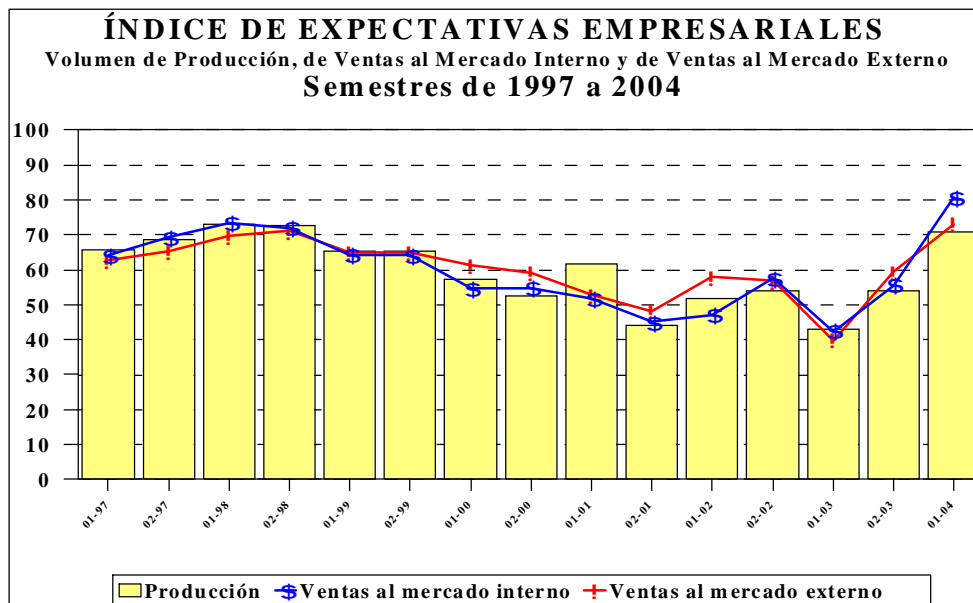
¹⁰ El "comercio general" incluye el comercio del territorio aduanero, el comercio amparado por el Decreto Número 29-89 del Congreso de la República, "Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila" y el comercio de zonas francas.



gaseosas creció 12.8% (10.8% de crecimiento en 2003); mientras que el de producción de cigarrillos disminuyó 4.8% (13.3% de caída en 2003).

En lo que se refiere al consumo de combustibles, a mayo de 2004 fue de 10,265.9 miles de barriles, similar al observado a igual periodo de 2003 (10,265.7 miles de barriles).

Por último, cabe mencionar los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹¹ llevada a cabo en febrero y marzo de 2004, de acuerdo con los cuales el 54.5% de los empresarios manifestó que el volumen de producción aumentará en el primer semestre del presente año, porcentaje mayor al que se tenía para el mismo periodo de 2003 (21.9%). En ese sentido, el Índice de Expectativas de Producción¹² mantiene la tendencia positiva registrada a partir del segundo semestre de 2003, al aumentar el porcentaje neto de empresarios que estima que en el primer semestre de 2004 su nivel de producción aumentará. Asimismo, cabe indicar que de conformidad con la encuesta mencionada, similar situación se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo.



¹¹ Realizada a una muestra de 400 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

¹² Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (54.5%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (13.1%).



2. Producto interno bruto por el origen de la producción

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

Para el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.7% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.9%, menor al observado en 2003 (3.0%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, a la evolución esperada en la producción de café, la cual se estima que alcance el mismo nivel que en 2003 (4,600.0 miles de quintales), así como a la pérdida de dinamismo en la producción de cardamomo. Por otra parte, se prevé una mejora en la producción de banano, granos básicos y caña de azúcar.

En el caso de la producción de café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se estima que en 2004 continuará el fenómeno de la sobreoferta mundial y los bajos precios del grano en el mercado internacional. Cabe agregar que, aun cuando se espera que el precio medio de exportación del café sea de alrededor de US\$70.49 por quintal, superior al de 2003 (US\$58.79 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).

En el caso del cardamomo, se espera que para 2004 la producción crezca 10.0% (35.0% en 2003). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el menor dinamismo previsto se explica por la reducción esperada en el precio del aromático. En efecto, de un precio medio de exportación de US\$127.20 por quintal en 2003, el precio medio de exportación de la especia se estima que se situará en US\$115.00 por quintal en 2004.

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que ésta crecerá 6.9% (3.7% de caída en 2003). 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 el inicio de la fase de producción en las nuevas plantaciones del área sur del país, las que se establecieron a raíz de los recurrentes problemas laborales en las zonas bananeras del departamento de Izabal, con lo cual se espera que la producción pase de 20.8 millones de quintales en 2003 a 22.3 millones de quintales en 2004.

En la producción de caña de azúcar se espera un crecimiento de 6.6%, comportamiento que contrasta con la caída de 3.4% observada en 2003. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2003/2004 se prevé una producción de 378.7 millones de quintales (354.9 millones de quintales en la zafra de 2002/2003), comportamiento asociado al mayor rendimiento esperado de caña por manzana sembrada, debido a condiciones climáticas favorables en las zonas productoras.

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 2.0% (1.0% para ambos en 2003). En el caso del maíz, el mayor dinamismo esperado se asocia a las expectativas de una mayor producción de maíz amarillo, derivado de la utilización de semillas mejoradas proporcionadas por CONAGRAB. En el caso del frijol, la mayor producción esperada se vincula a la utilización de semillas mejoradas.

En el caso del sector *industria manufacturera* (con una participación de 12.5% en el PIB) se espera un crecimiento de 1.2%, porcentaje que, aunque superior al observado para 2003 (1.0%), todavía es moderado si se compara con el crecimiento promedio registrado en el periodo 1998-2000 (2.7%), en el que la producción de ese sector alcanzó las tasas de crecimiento más altas de los últimos 7 años. Tal comportamiento se asocia a la recuperación esperada en la demanda de los mercados estadounidense y centroamericano, ante la expectativa de un mejor desempeño de sus economías.

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación del 24.9% en el PIB) se estima que registre una tasa de crecimiento de 3.0% (2.1% en 2003), explicada, principalmente, por el ritmo de



crecimiento previsto en el sector *industria manufacturera*, así como en el de las importaciones.

En el sector *minas y canteras* se espera una caída de 0.4% (1.6% de crecimiento en 2003). Este comportamiento está determinado, principalmente, por una caída de 2.0% en el estimado de producción de petróleo (0.3% de crecimiento en 2003), ya que, de acuerdo con el Ministerio de Energía y Minas, en el presente año no se tiene prevista la apertura de nuevos pozos.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 7.9% (4.5% en 2003), el cual se asocia, principalmente, al aumento esperado en la demanda de energía eléctrica, derivado del dinamismo previsto en las actividades industriales, comerciales y de servicios.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé que registre un crecimiento de 6.4% (5.4% en 2003). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en el subsector transporte, el cual pasa de un crecimiento de 2.8% en 2003 a uno de 3.7% en 2004, asociado, principalmente, al mayor dinamismo en la incorporación de nuevas unidades de transporte extraurbano de pasajeros. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 43.1% del sector, se espera que registre un crecimiento de 10.2% en 2004 (9.2% en 2003), derivado del mayor dinamismo en la activación de nuevas líneas telefónicas.

El sector *construcción*, por su parte, se espera registre una tasa de variación negativa de 11.5% (2.2% de caída en 2003), como resultado de una contracción de 22.5% en la construcción pública (6.6% de caída en 2003) y de un incremento de 7.5% en la construcción privada (5.7% de crecimiento en 2003). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia al recorte de 20.0% aplicado al presupuesto de gastos del gobierno central. En el caso de la construcción privada, el resultado se asocia al comportamiento positivo esperado en la superficie de construcción autorizada en los principales municipios del departamento de Guatemala¹³, la cual pasaría de 1.0% en 2003 a un estimado de 3.4% en 2004.

¹³ Incluye los municipios de Guatemala, Mixco, Villa Nueva, Santa Catarina Pinula, San José Pinula, Villa Canales y San Miguel Petapa.



En cuanto al sector *banca, seguros y bienes inmuebles*, se prevé que en 2004 se registre una tasa de crecimiento de 2.2% (1.5% en 2003), asociada a un comportamiento más dinámico en la intermediación financiera.

En lo que respecta al sector *administración pública y defensa*, se estima que éste podría registrar una caída de 4.2% en relación a lo observado en 2003 (-4.3%), resultado que se explica, principalmente, por menores niveles de gasto público.

Para los sectores de *propiedad de vivienda y de servicios privados* se esperan tasas de crecimiento de 3.0% y 3.8%, respectivamente, superiores a las registradas el año anterior (2.9% y 3.5%, en su orden).

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

C O N C E P T O	2003 p/	2004 e/	Tasas de variación	
			2003	2004
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,421.4	5,559.8	2.1	2.6
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,227.8	1,262.9	3.0	2.9
Explotación de minas y canteras	29.7	29.6	1.6	(0.4)
Industria manufacturera	688.0	696.5	1.0	1.2
Construcción	91.6	81.1	(2.1)	(11.5)
Electricidad y agua	233.2	251.6	4.5	7.9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	581.9	619.1	5.4	6.4
Comercio al por mayor y al por menor	1,346.3	1,386.3	2.1	3.0
Banca, seguros y bienes inmuebles	269.2	275.2	1.5	2.2
Propiedad de vivienda	252.6	260.1	2.9	3.0
Administración pública y defensa	378.8	362.9	(4.3)	(4.2)
Servicios privados	322.3	334.5	3.5	3.8

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

3. Producto interno bruto por el lado del gasto

Se estima que las variables que integran el PIB por el lado del gasto, en términos reales, con excepción del consumo del gobierno, registren en 2004 tasas de crecimiento positivas comparadas con el año anterior.



La demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 3.3%, mayor al de 2.4% observado en 2003.

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 3.5%, menor en 0.3 puntos porcentuales al observado el año anterior.

El gasto en consumo del gobierno, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se estima que, al igual que en el año anterior, registre una caída de 6.2%, comportamiento que se asocia con la restricción en la ejecución presupuestaria del gasto de gobierno central para este año.

En materia de inversión, la formación geográfica bruta de capital fijo se estima que registre un incremento de 8.8% (-4.0% en 2003), como resultado de un aumento de 5.3% en la inversión privada (-2.3% en 2003) y de un incremento de 20.2% en la inversión pública (9.1% de caída en 2003). En el resultado de la inversión privada influye, principalmente, el aumento en la tasa de crecimiento de los bienes de capital importados, la cual pasa de -5.5% en 2003 a 6.3% en 2004. En cuanto al incremento esperado en la inversión pública, éste se explica por el aumento de 79.1% en la compra de maquinaria y equipo (-27.0% el año anterior) y de 46.0% en materiales y suministros (-8.9% en 2003).

La demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima registre un incremento de 0.2% (1.6% en 2003). En este sentido, cabe indicar que si bien la demanda externa se verá impulsada por el mejor desempeño previsto de la actividad económica de Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país, el menor dinamismo que se espera para el presente año se asocia, principalmente, a la caída esperada en los volúmenes exportados de azúcar y petróleo.

Por el lado de la oferta, las importaciones de bienes y servicios (oferta externa) se estima que registren un crecimiento de 4.5%, mayor al observado el año anterior (3.5%).



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

CONCEPTO	2003 p/	2004 e/	Tasas de variación	
			2003	2004
1. Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	4,373.1	4,524.0	3.8	3.5
2. Gastos en consumo del gobierno general	487.8	457.4	(1.2)	(6.2)
3. Formación geográfica bruta de capital fijo	<u>603.8</u>	<u>657.2</u>	<u>(4.0)</u>	<u>8.8</u>
Privada	460.2	484.5	(2.3)	5.3
Pública	143.6	172.7	(9.1)	20.2
4. Variación de existencias	190.9	201.3		
GASTO BRUTO DE LA NACIÓN	<u>5,655.6</u>	<u>5,839.9</u>	<u>2.4</u>	<u>3.3</u>
5. Exportación de bienes y servicios	833.7	835.4	1.6	0.2
6. Menos: Importación de bienes y servicios	1,067.9	1,115.5	3.5	4.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,421.4</u>	<u>5,559.8</u>	<u>2.1</u>	<u>2.6</u>

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

4. Encuesta nacional de empleo e ingresos

Con el propósito de obtener información estadística sobre el empleo en Guatemala, el Instituto Nacional de Estadística -INE- llevó a cabo la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos -ENEI-, cuya última ronda se realizó en el periodo de febrero a marzo de 2003 (ENEI 4).

De acuerdo con los resultados de la última encuesta realizada (ENEI 4), a marzo de 2003 la Población en Edad de Trabajar -PET-¹⁴ totalizó 8.3 millones de personas y la Población Económicamente Activa -PEA-¹⁵ se situó en 5.1 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa de Participación (PEA/PET) de 61.4%, superior en 0.5 puntos porcentuales a la registrada en la ENEI 1, la cual se llevó a cabo en el periodo de mayo a junio de 2002 (60.9%).

¹⁴ Todas las personas de 10 años y más.

¹⁵ Todas las personas de 10 años y más que en la semana de referencia realizaron algún tipo de actividad económica y las personas que estaban disponibles para trabajar y hacen gestiones para encontrar un trabajo. Se incluyen también las personas que durante la semana de referencia no buscaron trabajo activamente por razones de mercado, pero estaban dispuestas a iniciar un trabajo en forma inmediata.



En lo que respecta a la Población Ocupada -PO-¹⁶, a marzo de 2003 ésta fue de 4.9 millones de personas, lo que significó una Tasa de Ocupación Específica (PO/PEA) de 96.6%, inferior en 0.3 puntos porcentuales a la observada en la ENEI 1 (96.9%).

En cuanto a la PO por rama de actividad económica¹⁷, a marzo de 2003 la mayor participación correspondió a la Agricultura con 36.1% (38.7% en la ENEI 1); seguida del Comercio con 22.4% (22.0% en la ENEI 1) y, la Industria participó con 16.7% (15.0% en la ENEI 1). Las tres ramas de actividad económica mencionadas representan, en conjunto, el 75.2% del total.

En cuanto a la Población en Subempleo Visible -PSV-¹⁸, en marzo de 2003 ésta alcanzó 0.8 millones de personas (0.7 millones de personas en la ENEI 1), lo que significa una Tasa de Subempleo Visible (PSV/PEA) de 16.0% (15.0% en la ENEI 1).

Por su parte, la Población Desocupada Abierta Total -PDAT-¹⁹, a marzo de 2003 fue de 0.2 millones de personas (cifra igual a la reportada en la ENEI 1), lo que da una Tasa de Desempleo Abierto Total (PDAT/PEA) de 3.4% (3.1% en la ENEI 1).

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

¹⁶ Todas las personas de 10 años y más que dijeron haber trabajado por lo menos una hora, durante la semana de referencia.

¹⁷ Clasifica a los empleados ocupados de acuerdo con el tipo de producto o servicio que genera la empresa, negocio o institución donde trabajaron en la semana de referencia.

¹⁸ Conjunto de personas que trabajan involuntariamente menos de la jornada normal (40 horas/semana en el Sector Público y 48 horas/semana en el resto de sectores) y que desearían trabajar más horas.

¹⁹ Comprende la población desocupada abierta activa y la población desocupada abierta pasiva. La primera categoría se refiere a aquellas personas de 10 años y más que sin estar ocupadas en la semana de referencia buscaron trabajo y tenían disponibilidad inmediata para hacerlo. Por su parte, en la segunda categoría se incluyen a las personas que no buscaron activamente trabajo por razones de mercado, mal tiempo o esperan respuesta a solicitudes de trabajo.



INDICADORES BIMESTRALES DEL MERCADO DE TRABAJO						CUADRO 24
TOTAL NACIONAL						
PERSONAS DE 10 AÑOS Y MÁS						
VALORES ABSOLUTOS EN MILES DE PERSONAS						
CONCEPTO		ENE 1	ENE 2	ENE 3	ENE 4	
Población en Edad de Trabajar	PET	8,089.8	8,148.8	8,200.4	8,254.5	
Población Económicamente Activa	PEA	4,923.6	4,942.8	5,173.9	5,065.4	
Población Ocupada	PO	4,769.4	4,791.5	5,008.2	4,893.2	
Población en Subempleo Visible	PSV	737.0	681.9	778.8	812.5	
Población Desocupada Abierta Total	PDAT	154.3	151.3	165.7	172.2	
TASAS						
INDICADOR		ENE 1	ENE 2	ENE 3	ENE 4	
Tasa de Participación	TPAR=PEA/PET	60.9	60.7	63.1	61.4	
Tasa de Ocupación Específica	TEO=PO/PEA	96.9	96.9	96.8	96.6	
Tasa de Desempleo Abierto Total	TDAT=PDAT/PEA	3.1	3.1	3.2	3.4	
Tasa de Desempleo Abierto Activo	TDAA=PDAA/PEA	1.8	2.2	2.1	2.8	
Tasa de Subempleo Visible	TSV=PSV/PEA	15.0	13.8	15.1	16.0	
ENE 1: Corresponde al periodo mayo-junio de 2002						
ENE 2: Corresponde al periodo agosto-septiembre de 2002						
ENE 3: Corresponde al periodo octubre-noviembre de 2002						
ENE 4: Corresponde al periodo febrero-marzo de 2003						
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística -INE-						

B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial

Según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, durante el primer semestre de 2004 la economía mundial continuó recuperándose satisfactoriamente, a pesar de los efectos desfavorables derivados de los sucesivos aumentos en el precio internacional del petróleo. Sin embargo, el incremento del precio del petróleo, por arriba de lo estimado, podría poner en riesgo la sostenibilidad de la recuperación económica global; aspecto que ha inducido a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- a proyectar un aumento en la producción del crudo para coadyuvar a la estabilidad económica mundial²⁰. Por otra parte, es importante puntualizar que las presiones inflacionarias, generalmente asociadas a los ciclos de recuperación económica y a los incrementos en el precio de los energéticos, no han incidido negativamente en el dinamismo de las principales economías del mundo.

En este contexto, el FMI considera que los gobiernos deben aprovechar la fase actual del ciclo económico para eliminar los desequilibrios macroeconómicos que pudieran restringir el crecimiento de largo plazo. Además,

²⁰ OPEC. Press Release No. 10/2004. 3 de Junio de 2004



existe consenso acerca de la conveniencia de adoptar medidas que ayuden a las economías a soslayar satisfactoriamente la incertidumbre generada por los problemas geopolíticos. En tal sentido, es necesario adoptar políticas orientadas a corregir los desequilibrios siguientes:

- El déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América, así como los superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos de algunos países asiáticos. En lo referente a los Estados Unidos de América, en 2003 el déficit en cuenta corriente se situó en 4.9% con respecto al PIB y en 2004 se espera que dicho indicador se ubique en 4.2% aproximadamente. En el mediano plazo se estima que dicho déficit podría reducirse modestamente a 4.0%, circunstancia que sugiere que una depreciación del dólar estadounidense en el mediano plazo es bastante probable, situación que podría poner en riesgo la recuperación económica en otras regiones, como sería el caso de la eurozona.
- Las tasas de interés internacionales, aun cuando han empezado a incrementarse, todavía se encuentran en sus niveles históricos más bajos. En este sentido, la temporalidad y velocidad de futuros ajustes podrían generar considerable incertidumbre. En efecto, si el ajuste es abrupto e inesperado podría afectar la recuperación y crear volatilidad en los mercados financieros, especialmente en países donde existe preocupación sobre un *boom* (burbuja) en los precios del mercado de bienes raíces, como es el caso del Reino Unido, Australia, Irlanda y España²¹. Asimismo, los países emergentes que se han beneficiado con los niveles bajos de tasas de interés podrían enfrentar alguna reversión en el flujo de capitales que han estado recibiendo.

Como se ha observado en los últimos años, Estados Unidos de América continúa siendo el motor que impulsa el crecimiento económico mundial. En este sentido, la Reserva Federal²² indica que durante abril y mayo del año en curso la actividad económica continuó expandiéndose considerablemente, en

²¹ Según el FMI los precios reales de bienes inmuebles se han incrementado al rededor del 50% en los últimos 5 años.

²² Beige Book. Federal Reserve Board. June 16th, 2004.



particular en el sector manufacturero. Este comportamiento se ha mantenido desde el segundo semestre del año anterior, sugiriendo que la transición de la actividad económica a una fase de expansión es sostenida y amplia. El gasto de las unidades familiares y del sector construcción ha sido bastante dinámico, sugiriendo que buena parte de la incertidumbre existente está tendiendo a desaparecer.

En lo que respecta a los incentivos fiscales, cabe indicar que las corporaciones, además de tomar ventaja de los estímulos otorgados por el gobierno estadounidense, han realizado notorios esfuerzos para mejorar el control de costos de producción y generar incrementos de productividad. El estímulo monetario, por su parte, ha permitido reducir el costo de financiamiento de las empresas, observándose un incremento en la calidad del capital y en el nivel de empleo. Esta última variable ha fluctuado considerablemente, pues si bien se incrementó durante abril y mayo²³, en junio registró una disminución, la cual según datos del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos de América, equivale al 50% del nivel registrado en mayo²⁴.

Según el FMI, se espera que en 2004 la economía estadounidense crezca en 4.6%, superando el crecimiento del año previo que alcanzó 3.1%.

En el marco descrito, el FMI mantiene la estimación de crecimiento global, publicada en las Perspectivas de la Economía Mundial en abril del presente año, de 4.6% para 2004, mayor que el alcanzado en 2003 (3.9%). Por su parte, se estima que el volumen de comercio de bienes y servicios aumentará, pasando de 4.5% en 2003 a 6.8% en 2004 (ver anexo 2).

²³ Federal Reserve Board, Governor Mark Olson. Annual meeting, June 15th 2004

²⁴ Según el Departamento de Trabajo de Estados Unidos de América, en abril se crearon 324,000 nuevos puestos de trabajo, en mayo 235,000 y en junio 112,000.



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
EXPECTATIVAS PARA 2004
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONOMICO	2003**	2004***	2004**
Economía mundial	3.9	4.1	4.6
Economías avanzadas	2.1	2.9	3.5
Estados Unidos de América	3.1	3.9	4.6
Eurozona	0.4	1.9	1.7
Japón	2.7	1.4	3.4
Economías emergentes de Asia*	7.2	6.2	7.2
China	9.1	7.5	8.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.1	5.4	6.0
África	4.1	4.8	4.2
Medio Oriente	5.4	4.3	4.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	1.7	3.6	3.9
Argentina	8.7	4.0	5.5
Brasil	-0.2	3.0	3.5
Chile	3.3	4.5	4.6
México	1.3	3.5	3.3
Venezuela	-9.2	7.7	8.8
Europa Central y del Este	4.5	4.1	4.5
Comunidad de Estados Independientes	7.6	5.0	6.0
INFLACION			
Economías avanzadas	1.8	1.3	1.7
Estados Unidos de América	2.3	1.3	2.3
Eurozona	2.1	1.6	1.7
Japón	-0.2	-0.6	-0.4
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.1	n.d.	5.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	10.6	7.0	6.2
Economías emergentes de Asia*	2.5	2.7	3.8
China	1.2	1.5	3.5
Países de Europa Central y del Este	9.2	4.8	6.9
Países de la Comunidad de Estados Independientes	12.1	11.7	10.3

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

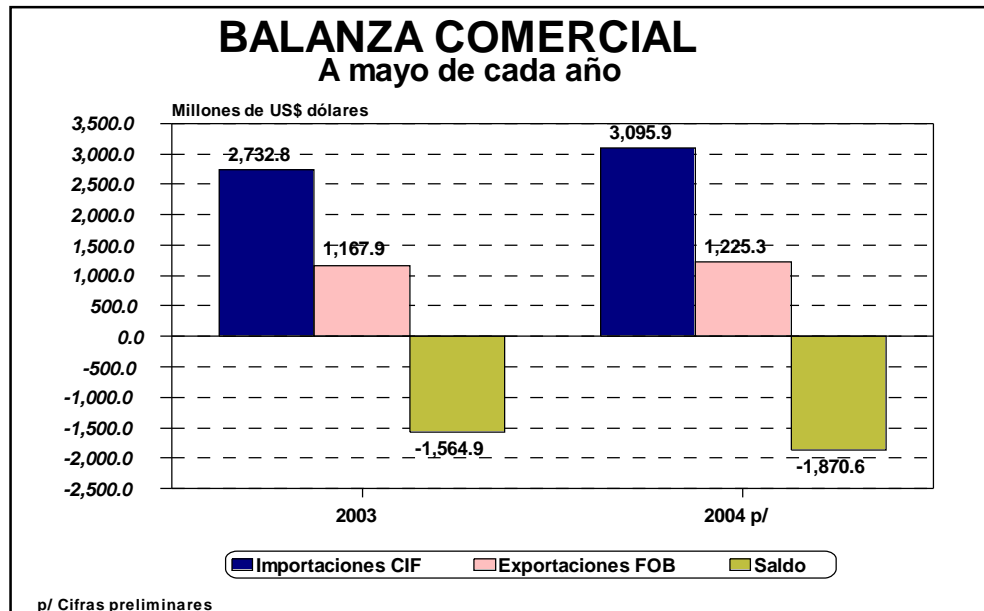
***Fuente: International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, September 2003.

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

2. Balanza comercial

La balanza comercial²⁵ a mayo de 2004 registró un saldo deficitario de US\$1,870.6 millones, mayor en US\$305.7 millones (19.5%) al saldo deficitario observado en igual periodo del año previo. Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 4.9% en el valor de las exportaciones FOB (9.5% a mayo de 2003), al pasar de US\$1,167.9 millones a mayo de 2003 a US\$1,225.3 millones a mayo de 2004 y, por otra, por el crecimiento de 13.3% en el valor de las importaciones CIF (5.8% a mayo de 2003), al pasar de US\$2,732.8 millones a mayo de 2003 a US\$3,095.9 millones a mayo de 2004.

²⁵ Las cifras presentadas corresponden al criterio de Balanza de Pagos.



El valor de las exportaciones de café se situó en US\$163.5 millones, mayor en US\$6.5 millones (4.1%) respecto a mayo de 2003, lo que se explica por un aumento en el precio medio de exportación en 25.5%, ya que el volumen exportado disminuyó 17.0%. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$57.91 en mayo de 2003 a US\$72.66 en igual fecha de 2004. Por su parte, el volumen exportado, en quintales, se redujo al pasar de 2,711.1 miles a mayo de 2003 a 2,250.3 miles a igual mes de 2004. Cabe indicar que el incremento en los precios internacionales está asociado, por una parte, a la disminución en las exportaciones de Brasil para este periodo y, por otra, a que según la Organización Internacional del Café -OIC-, se estima que la producción mundial de café para la temporada 2004/2005 tenderá a disminuir por segundo año consecutivo.

El valor de las exportaciones de azúcar a mayo de 2004 fue de US\$115.0 millones, menor en US\$26.1 millones en relación al registrado a mayo de 2003, situación que se explica por la disminución de 24.4% en el volumen exportado, ya que el precio medio de exportación por quintal aumentó en 7.7%, al pasar de US\$6.78 en mayo de 2003 a US\$7.30 en mayo de 2004. La reducción en el volumen de ventas al exterior se asocia a la caída de las exportaciones hacia Rusia, Argelia, Chile y Malasia, como consecuencia, principalmente, de



medidas proteccionistas adoptados por dichos países. Por su parte, el comportamiento del precio internacional del edulcorante está asociado, por un lado, al incremento de la demanda de la República Popular China, derivado de la disminución en la producción de remolacha azucarera y del incremento en el consumo del edulcorante en ese país y, por el otro, a la mayor demanda de azúcar para producir etanol para combustible de automóviles por parte de algunos países de Asia y otros de América del Sur, como consecuencia de los elevados precios internacionales del petróleo observados en 2004.

En cuanto al banano, el valor de las exportaciones a mayo de 2004 se ubicó en US\$92.3 millones, mayor en US\$3.3 millones (3.7%) al registrado a mayo de 2003. Dicho resultado obedece a que el volumen exportado registró un incremento de 282.0 miles de quintales (3.5%), ya que el precio medio no registró mayor variación a mayo de 2004. El incremento en el volumen exportado se asocia al inicio de la fase de producción en las nuevas plantaciones del área sur del país.

El valor de las exportaciones de cardamomo a mayo de 2004 fue de US\$38.1 millones, monto menor en US\$4.6 millones (10.8%) al observado al mismo mes de 2003. Este resultado se explica por la disminución de 14.5% en el volumen exportado (50.4 miles de quintales), la cual no fue compensada por el aumento de 4.3% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$122.67 en mayo de 2003 a US\$127.98 en mayo de 2004. Cabe indicar que el descenso en el volumen exportado se explica por la disminución de la demanda en los principales países consumidores, siendo ellos Emiratos Árabes Unidos, Israel y Arabia Saudita.

En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a mayo de 2004 se situó en US\$70.9 millones, mayor en US\$1.2 millones (1.7%) al observado al mismo mes de 2003, lo que se explica por el incremento en el precio medio por barril, al pasar de US\$21.39 en mayo de 2003 a US\$24.46 en mayo de 2004, ya que el volumen exportado disminuyó en 11.1% (360.7 miles de barriles). Cabe indicar que el incremento en el precio internacional del petróleo, de acuerdo con la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, estuvo



determinado, por un lado, por las condiciones de incertidumbre generadas por el conflicto geopolítico en el medio oriente y, por el otro, por una creciente demanda derivada de la recuperación económica mundial. Por su parte, la disminución en el volumen exportado obedece a la merma de la producción petrolera en Guatemala.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones del rubro de Otros Productos, a mayo de 2004, éste se situó en US\$745.5 millones, monto superior en US\$77.1 millones (11.5%) respecto a mayo de 2003. Este resultado obedece, tanto al aumento por US\$43.1 millones (19.6%) de las exportaciones a países fuera del área centroamericana, como al aumento de US\$34.0 millones (7.6%) de las exportaciones al área centroamericana. Dentro de los productos que determinaron el crecimiento de las exportaciones a países fuera del área centroamericana se encuentran la miel de purga, las verduras y legumbres, los productos químicos, el caucho natural y los productos alimenticios.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a mayo de 2004, éste se ubicó en US\$3,095.9 millones, mayor en US\$363.1 millones (13.3%) al registrado en similar periodo del año previo.

En el crecimiento de las importaciones destaca el aumento en los rubros de maquinaria, equipo y herramienta (19.5%), materias primas y productos intermedios (14.1%), bienes de consumo (11.7%), combustibles y lubricantes (8.0%) y materiales de construcción (6.4%).

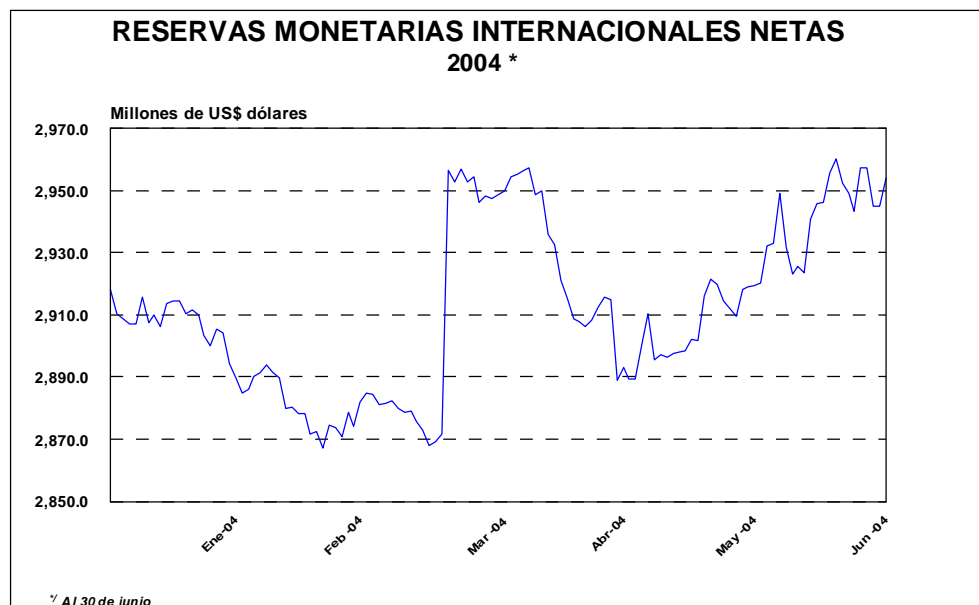
3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de junio de 2004 las reservas monetarias internacionales netas se situaron en US\$2,954.1 millones, lo que significa un aumento de US\$34.8 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2003. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$256.1 millones, egresos de divisas por US\$341.0 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$119.7 millones. En lo que corresponde a los ingresos, destaca, por un lado, las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el SINEDI por US\$129.9 millones y, por otro, el segundo desembolso del Préstamo Sectorial Financiero del BID por US\$79.8 millones. Con relación a los egresos, estos se originaron principalmente



por el pago del servicio de la deuda pública externa por US\$158.7 millones, de los cuales US\$151.8 millones correspondieron al Sector Público no Financiero y US\$6.9 millones al Banco de Guatemala, y por el pago de capital e intereses de los bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Gobierno Central por US\$182.3 millones. En lo que corresponde al movimiento de otras operaciones netas, destaca el ingreso por concepto de regalías por explotación de petróleo por US\$31.0 millones, los intereses percibidos sobre inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$16.5 millones y el incremento del encaje bancario en moneda extranjera por US\$22.0 millones.

Se considera que el nivel de reservas monetarias internacionales es adecuado, ya que el mismo se ubica en 4.9 meses de importaciones de bienes; en particular, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales²⁶, ya que éste sería de alrededor de 3.7 meses.



²⁶ En cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes.



La solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 30 de junio, el nivel de RIN era equivalente a 5.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (5.3 veces al 30 de junio de 2003).

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del gobierno central a junio registró un superávit fiscal de Q49.6 millones, que contrasta con el déficit fiscal por Q1,627.0 millones observado a junio de 2003.

Los ingresos fiscales a junio ascendieron a Q10,334.2 millones, superiores en Q28.6 millones (0.3%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una recaudación de 46.4% respecto a lo presupuestado para 2004. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q9,858.2 millones, monto superior en Q185.7 millones (1.9%) al registrado en el mismo periodo del año previo. Dicho crecimiento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos por Q501.4 millones (7.2%), dado que la captación de impuestos directos se redujo en Q315.7 millones (11.8%). En este último caso, la disminución se explica por la menor recaudación del Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA-, la cual, al ubicarse en Q831.4 millones, fue menor en Q442.1 millones (34.7%) respecto a junio de 2003²⁷. En el caso de los impuestos indirectos, su incremento provino, principalmente, de la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA- que ascendió a Q4,597.1 millones, superior en Q395.5 millones (9.4%) respecto al observado a junio de 2003. Por su parte, los ingresos provenientes del impuesto a la distribución de petróleo crudo y combustibles se situaron en Q853.9 millones, monto superior en Q244.6 millones (40.1%) al registrado en igual periodo de 2003. En lo que corresponde a los ingresos por derechos arancelarios, éstos se ubicaron en Q1,108.3 millones,

²⁷ La Corte de Constitucionalidad decretó la suspensión parcial del Decreto Número 99-98 del Congreso de la República, Ley del Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA-, a partir del 3 de febrero de 2004. Asimismo, con fecha de publicación en el Diario de Centro América del 29 de junio de 2004, mediante el Decreto Número 19-02 Ley del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz, quedó derogado el decreto antes citado.



monto inferior en Q94.5 millones (7.9%) respecto al registrado a junio de 2003; dicha disminución se asocia a que hubo un periodo en 2003 (entre el 1 de enero y 13 de febrero) en el que se registró un mayor nivel de ingresos por este concepto, debido a que en dicho periodo estuvo vigente una tasa arancelaria de 40% a las gasolinas, en tanto que actualmente ésta se ubica en 0% ²⁸.

En lo que se refiere a los gastos totales, a junio de 2004 éstos registraron un monto de Q10,284.6 millones, inferior en Q1,648.0 millones (13.8%) respecto al ejecutado en igual periodo de 2003.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q8,046.3 millones, menores en Q180.4 millones (2.2%) a los del mismo periodo del año previo. Este resultado estuvo determinado por menores gastos, tanto por concepto de transferencias corrientes por Q250.6 millones como de operación por Q185.2 millones. Cabe indicar que los gastos por intereses y comisiones de deuda pública fueron mayores en Q255.4 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q2,238.3 millones, menores en Q1,467.6 millones (39.6%) a los de similar periodo del año anterior. Dicho resultado fue determinado por los menores gastos tanto de inversión indirecta como de inversión directa, los cuales registraron una caída de Q1,260.2 millones (40.1%) y Q207.4 millones (36.6%), respectivamente.

Derivado de lo anterior, como se indicó, el superávit fiscal se situó en Q49.6 millones, en tanto que el ahorro corriente se ubicó en Q2,199.6 millones, mayor en Q293.3 millones (15.4%) al registrado en similar periodo del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento externo neto se situó en Q295.2 millones y el financiamiento interno neto en Q252.6 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q1,404.9 millones y vencimientos por Q1,152.3 millones. En consecuencia, se registró un aumento de Q597.4 millones en la caja fiscal.

²⁸ Cabe indicar que la tasa arancelaria de 0% fue aprobada mediante Acuerdo Número 124-2003 del Ministerio de Economía, de fecha 17 de febrero de 2003.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A JUNIO
AÑOS: 2003 - 2004
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2003	2004	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	10,305.6	10,334.2	28.6	0.3
A. Ingresos	10,140.5	10,246.3	105.8	1.0
1. Ingresos Corrientes	10,133.0	10,245.9	112.9	1.1
a. Tributarios	9,672.5	9,858.2	185.7	1.9
b. No Tributarios	460.5	387.7	-72.8	-15.8
2. Ingresos de Capital	7.5	0.4	-7.1	0.0
B. Donaciones	165.1	87.9	-77.2	-46.8
II. Total de Gastos	11,932.6	10,284.6	-1,648.0	-13.8
A. Funcionamiento	8,226.7	8,046.3	-180.4	-2.2
B. Capital	3,705.9	2,238.3	-1,467.6	-39.6
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,627.0	49.6	1,676.6	-103.0
A. Financiamiento Interno Neto	2,706.5	252.6	-2,453.9	-90.7
B. Financiamiento Externo Neto	195.9	295.2	99.3	50.7
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,275.4	-597.4	678.0	-53.2

2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a junio, se situó en Q11,289.3 millones, monto superior en Q252.6 millones²⁹ (2.3%) al observado en diciembre de 2003. Este aumento obedeció, principalmente, a la negociación de Bonos del Tesoro en el mercado interno, realizada con el sector privado no financiero y el sector bancario. En efecto, dichos sectores incrementaron sus tenencias de valores en Q693.7 millones y Q123.7 millones, respectivamente. Por el contrario, durante el periodo en mención

²⁹ Dicha variación es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q1,404.9 millones y vencimientos por Q1,152.3 millones, de los cuales Q305.2 millones fueron pagados en moneda nacional y Q847.1 millones pagados en su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América. También es importante indicar que el incremento de la deuda interna se explica por las negociaciones realizadas a cuenta de los vencimientos de títulos públicos programados para el resto de l año. Es importante indicar que a junio de 2004 el Gobierno Central no tenía autorización para aumentar el saldo de la deuda pública interna, dado que la normativa que regula las operaciones de endeudamiento, al no aprobarse el presupuesto para el ejercicio fiscal 2004 por parte del Congreso de la República, quedó vigente el presupuesto aprobado para 2003.



las tenencias de valores por parte del sector no residente y entidades oficiales se redujeron en Q470.1 millones y Q94.6 millones, respectivamente.

En lo que respecta a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, se observaron cambios importantes en los sectores que lo componen. En efecto, al 31 de diciembre de 2003 la participación del sector privado no financiero y del sector bancario fue de 36.5% y 18.1%, respectivamente, mientras que a junio del presente año fueron, en su orden, de 41.8% y 18.7%. En contraste, los sectores no residentes y entidades oficiales disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2003 a junio de 2004, al pasar de 12.3% y 33.2% a 7.9% y 31.6%, respectivamente.

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a junio de 2004 el saldo de la deuda pública externa³⁰ se situó en US\$3,419.1 millones, mayor en US\$22.3 millones al saldo registrado en diciembre de 2003. Dicho incremento es el resultado de desembolsos por US\$125.0 millones, amortizaciones por US\$83.3 millones y una disminución de US\$19.5 millones derivada de la apreciación del dólar estadounidense con respecto a algunas monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$41.7 millones.

En cuanto a los desembolsos de los préstamos al Gobierno Central en el periodo, por acreedor, destacan los provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$91.7 millones, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$12.2 millones y del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$11.1 millones.

³⁰ Excluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 30 de junio de 2004 se situó en US\$64.4 millones.

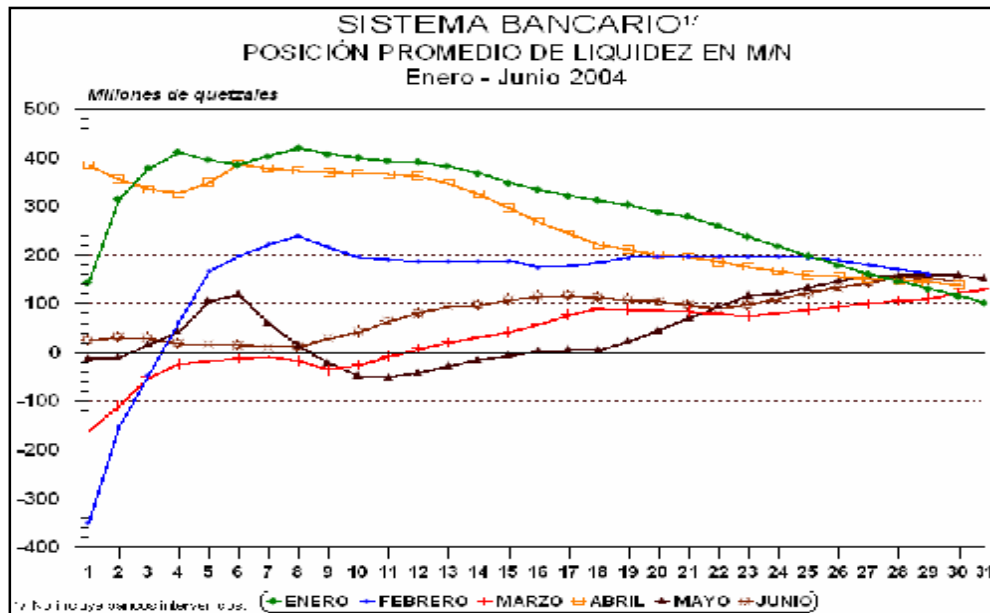


D. SECTOR FINANCIERO

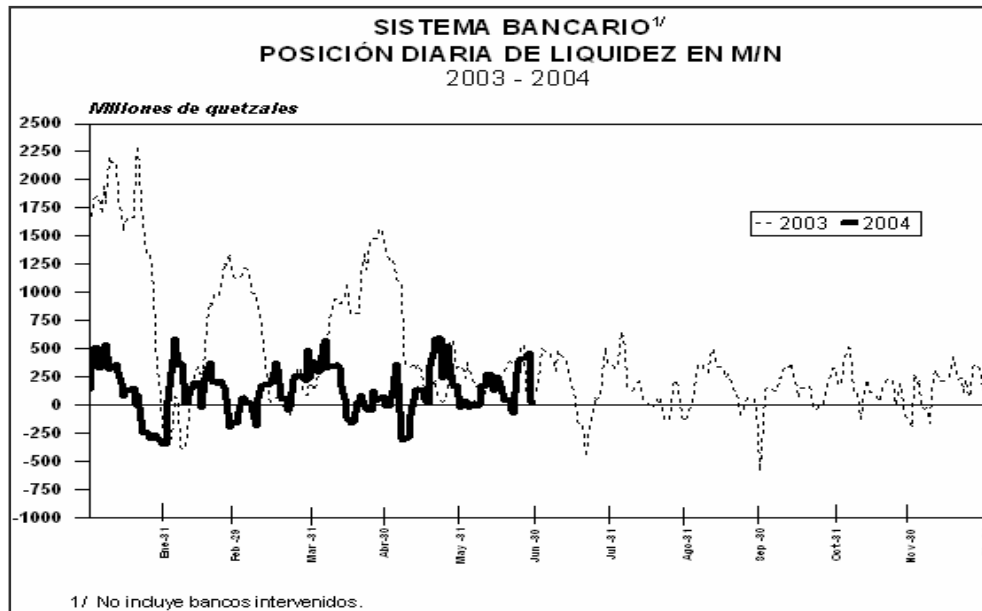
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, denota la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el periodo enero-junio de 2004, el sistema bancario, en promedio, ha mostrado niveles positivos y moderados de liquidez, con excepción de la última semana de enero y algunos días de abril y mayo, cuando se observaron posiciones promedio negativas. La liquidez promedio del sistema bancario para cada uno de los meses del primer semestre fue, en enero Q100.5 millones, en febrero Q161.1 millones, en marzo Q128.9 millones, en abril Q138.4 millones, en mayo Q151.4 millones y en junio Q146.2 millones.



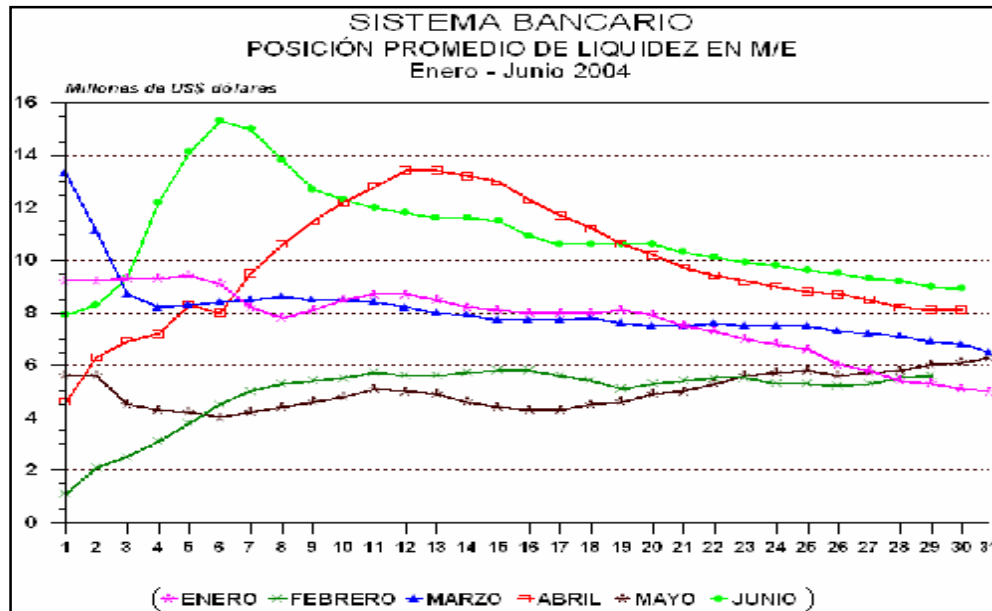
Por su parte, durante el primer semestre de 2004, la liquidez diaria, en contraste con los inusuales elevados niveles observados durante la mayor parte de similar periodo del año previo, se situó entre (-)Q351.0 millones (1 de febrero) y Q589.4 millones (23 de mayo).



El comportamiento moderado de los niveles de liquidez bancaria durante el primer semestre de 2004, está asociado, principalmente, al mayor volumen de recursos requeridos para atender el mayor dinamismo del crédito al sector privado, al incremento de las inversiones de los bancos en Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala -CDPs- y en títulos emitidos por el gobierno central, así como al significativo monto de recursos que se destinaron a amortizar deuda proveniente de la contratación de líneas de crédito con bancos del exterior.

b) En moneda extranjera

La liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, también medida por los excedentes o deficiencias de encaje, constituye un indicador importante del grado de disponibilidad inmediata de recursos en moneda distinta a la doméstica. Durante el primer semestre de 2004, dicha variable mostró un comportamiento estable, registrando niveles, en promedio, de US\$5.3 millones en enero; US\$5.6 millones en febrero; US\$6.5 millones en marzo; US\$8.1 millones en abril; US\$6.3 millones en mayo; y, US\$8.9 millones en junio.



2. Adelantos

Durante el periodo enero-junio de 2004 no se otorgaron adelantos; sin embargo, se recibieron amortizaciones por Q1.0 millones³¹ correspondientes a los adelantos para reestructuración financiera que fueron concedidos en 2000, por lo que el saldo de los mismos, al 30 de junio de 2004, se situó en Q457.1 millones.

3. Proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional

La Junta Monetaria autorizó, en resolución JM-35-2004 del 21 de abril de 2004, la cesión de una parte sustancial del balance de Lloyds TSB Bank Plc, Sucursal Guatemala, a Banco Cuscatlán de Guatemala, S.A., la que comprende la totalidad de los activos crediticios, cuyo saldo al 29 de febrero de 2004 ascendía a Q333.1 millones. Cabe indicar que el 5 de junio de 2004 se formalizó la cesión de mérito.

En resolución JM-46-2004 del 12 de mayo de 2004, la Junta Monetaria emitió el Reglamento para la determinación del monto mínimo del patrimonio requerido para exposición a los riesgos, aplicable a bancos y sociedades financieras.

³¹ Amortizaciones efectuadas por el Banco Empresarial, S.A.



Por otra parte, en resolución JM-54-2004 del 26 de mayo de 2004, la Junta Monetaria emitió el Reglamento sobre la Adecuación de Capital para entidades fuera de plaza o entidades *off-shore*, casas de bolsa, empresas especializadas en servicios financieros, almacenes generales de depósito y casas de cambio, que forman parte de un grupo financiero.

Adicionalmente, en resolución JM-57-2004 del 2 de junio de 2004, la Junta Monetaria emitió el Reglamento para determinar la Posición Patrimonial Consolidada de Grupos Financieros.

En resolución JM-64-2004 del 16 de junio de 2004, la Junta Monetaria modificó el numeral 1 del artículo 34 del Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, emitido en resolución JM-141-2003 de la misma Junta. La referida modificación señala que se consideran como “garantías suficientes” las hipotecas sobre terrenos y/o edificaciones, los inmuebles embargados a favor de la institución financiera de que se trate y los fideicomisos, indicando que el valor de dichas garantías será deducido del saldo de los activos crediticios que se utilizará para determinar la base de cálculo de las reservas o provisiones que las entidades, supervisadas por la Superintendencia de Bancos, están obligadas a constituir para salvaguardar razonablemente su situación financiera.

Por su parte, la Superintendencia de Bancos en resolución número 29-2004 del 14 de enero de 2004, fijó para el presente año los montos mínimos de capital pagado inicial, así: para bancos y sucursales de bancos extranjeros Q105.0 millones; y, para bancos de ahorro y préstamo para la vivienda familiar Q43.0 millones.

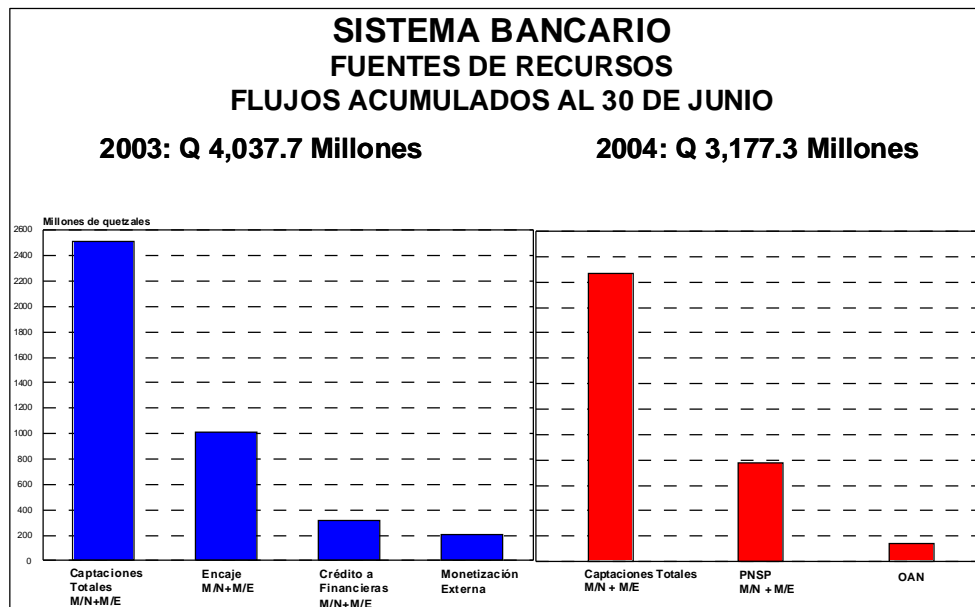
Cabe indicar que mediante acuerdo número 12-2004 del 18 de febrero de 2004, la Superintendencia de Bancos emitió las disposiciones relativas a la utilización del sistema de información de riesgos crediticios; y, según acuerdo número 13-2004 del 18 de febrero de 2004, emitió los procedimientos para la consolidación de estados financieros de empresas que integran grupos financieros.



Por último, es importante mencionar que en resolución JM-19-2004 del 3 de marzo de 2004, la Junta Monetaria autorizó la conformación del Grupo Financiero Banco Internacional; además, mediante resolución JM-38-2004 del 28 de abril de 2004, dicha Junta autorizó la conformación del Grupo Financiero de Inversión³².

4. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

Al 30 de junio de 2004 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q3,177.3 millones, en tanto que para similar periodo del año anterior, éstos ascendieron a Q4,037.7 millones.



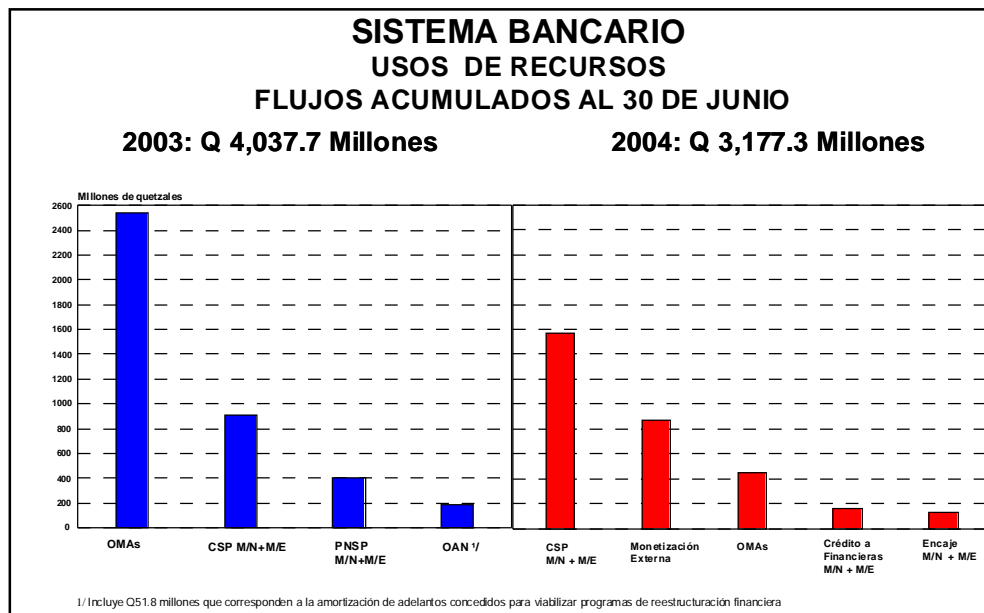
Como se puede apreciar en la gráfica, en el primer semestre de 2004 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas, principalmente, por las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q2,262.1 millones y por los recursos netos provenientes del sector público (depósitos menos inversiones) por Q771.5 millones. Por su parte, en 2003 las principales fuentes de recursos fueron las

³² En anexo 3 se presenta la estructura administrativa de los grupos financieros autorizados por la Junta Monetaria, al 30 de junio de 2004.



captaciones totales de depósitos del público por Q2,513.9 millones, la disminución del encaje bancario en moneda nacional y en moneda extranjera por Q1,012.4 millones y la reducción del crédito a instituciones financieras por Q310.8 millones.

En cuanto al uso que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q3,177.3 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2004 se destinaron al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y moneda extranjera por Q1,571.4 millones, a la adquisición de activos externos netos por Q870.0 millones y a la inversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q445.0 millones. Por su parte, en 2003 el uso de los recursos por un monto de Q4,037.7 millones fue, principalmente, para realizar inversiones en CDPs del Banco de Guatemala por Q2,546.6 millones, para otorgar crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q908.5 millones, para realizar inversiones en valores públicos por Q402.1 millones y para amortizar créditos para reestructuración financiera por Q51.8 millones concedidos por el Banco de Guatemala.

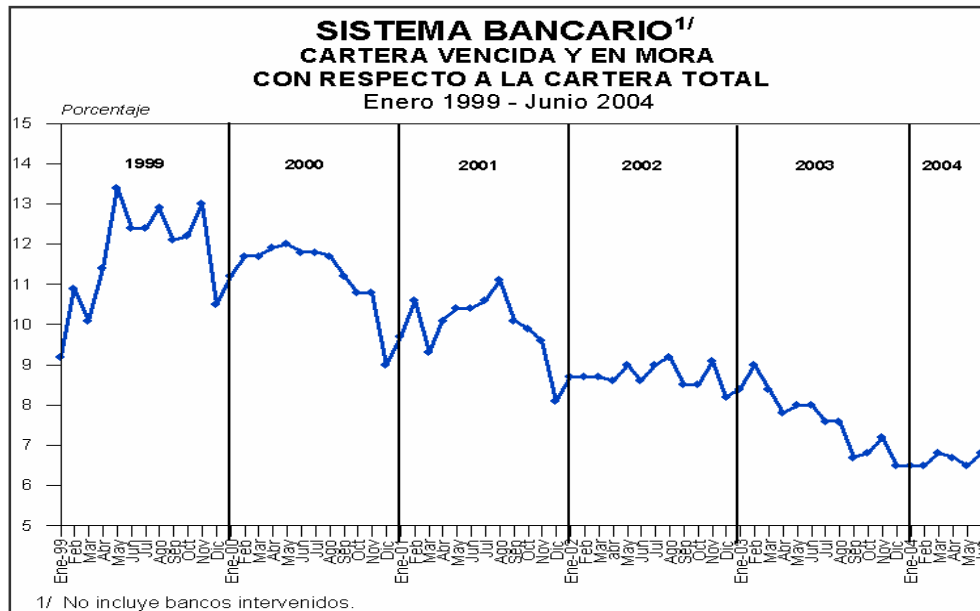


5. Cartera vencida y en mora

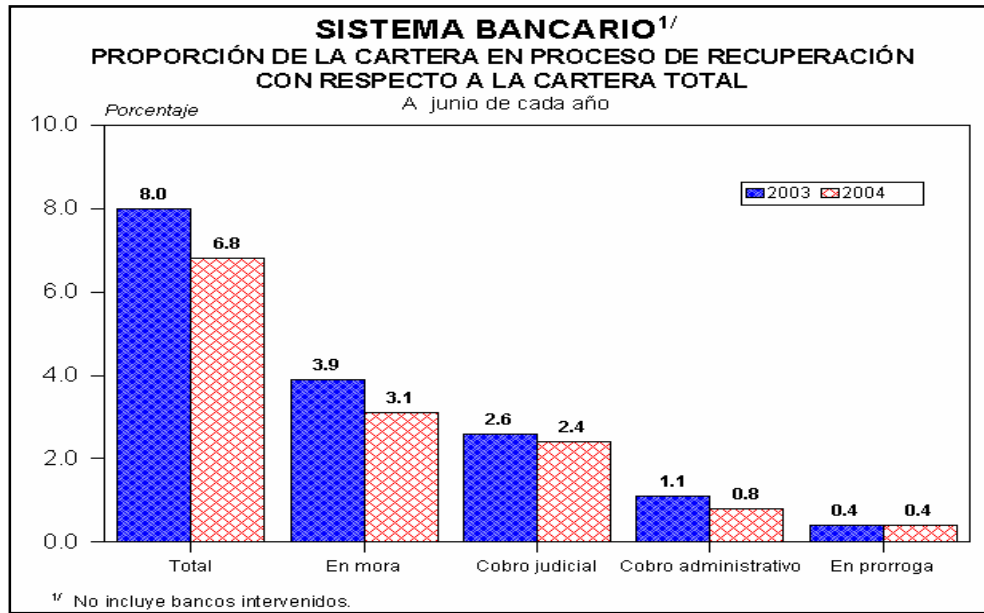
La cartera vencida más la cartera en mora del sistema bancario (cartera contaminada), excluyendo la cartera de los bancos intervenidos



administrativamente, continuó mostrando una mejoría. En efecto, al 30 de junio de 2004, dicha cartera se situó en Q2,199.8 millones, monto que representa el 6.8% del total de la cartera del sistema bancario, inferior en 1.2 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (8.0%). La cartera vencida representa el 3.7% (4.1% a junio de 2003) y la cartera en mora representa el 3.1% (3.9% a junio de 2003).

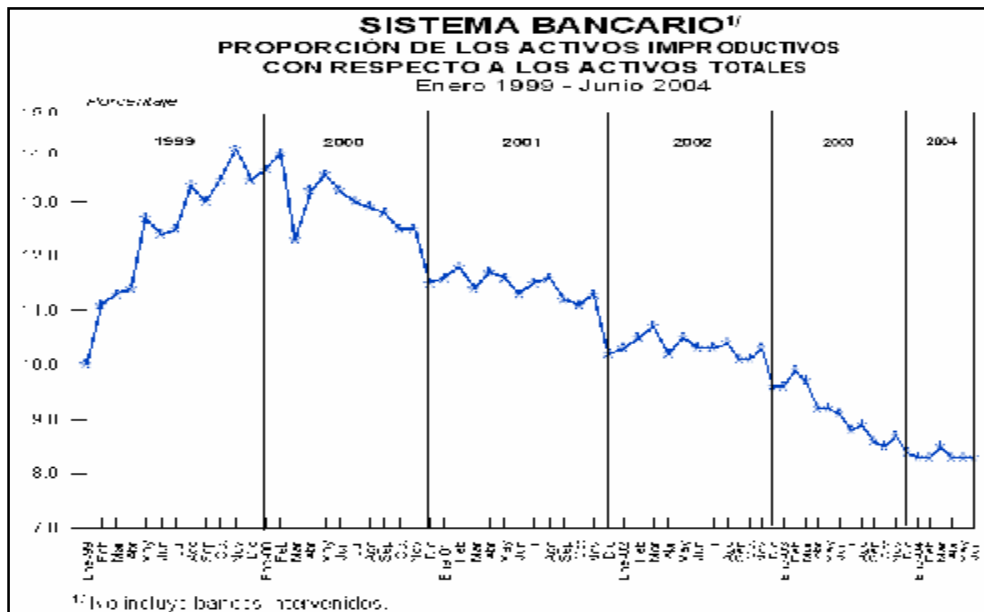


Al evaluar la proporción que representa cada uno de los rubros que integran la cartera en proceso de recuperación con respecto a la cartera total, se observa que de junio de 2003 a junio de 2004 la misma registró una mejoría, con excepción de la cartera en proceso de prórroga. En efecto, la cartera en mora se redujo de 3.9% a 3.1%, la cartera en cobro administrativo disminuyó de 1.1% a 0.8% y la cartera en cobro judicial bajó de 2.6% a 2.4%. Por su parte, la cartera en proceso de prórroga se situó en 0.4% en ambas fechas.



6. Activos improductivos

El indicador de activos improductivos³³ del sistema bancario como proporción de los activos totales continuó su tendencia hacia la baja, situándose en 8.3% en junio de 2004 (9.1% en junio de 2003).



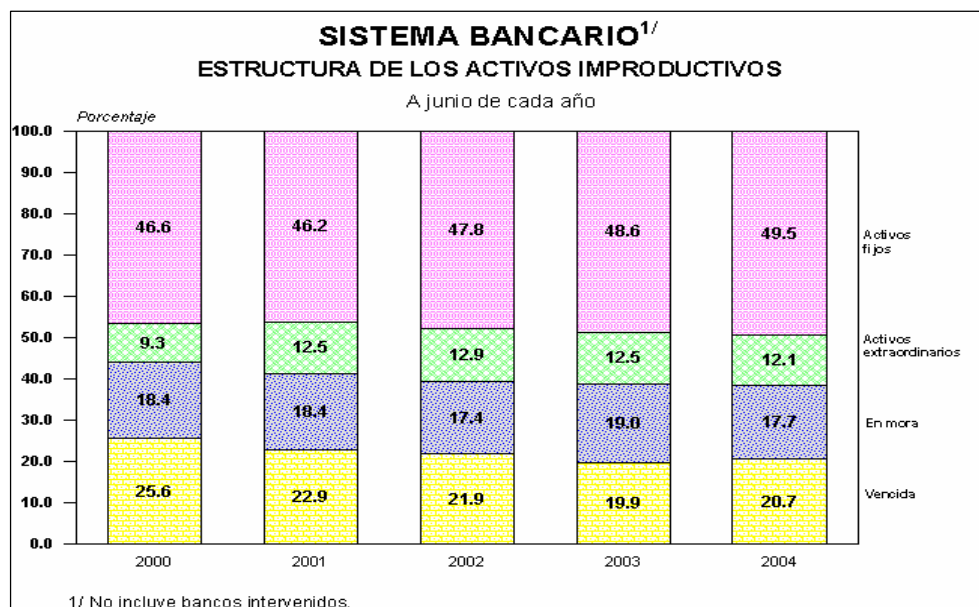
³³ Los activos improductivos se integran por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos.



Cabe indicar que, en términos absolutos, desde noviembre de 2000 los activos improductivos han venido mostrando una reducción. En efecto, en la fecha citada el monto de dichos activos ascendía a Q6,011.4 millones, en tanto que a junio de 2004 se situó en Q5,724.1 millones, evidenciando una reducción de Q287.3 millones, cifra que se integra por la disminución de Q344.8 millones en la cartera contaminada y de Q6.1 millones en los activos extraordinarios, así como por el incremento de Q63.6 millones en los activos fijos.

En cuanto a la estructura de los componentes de los activos improductivos, los activos fijos constituyen el rubro que mayor peso relativo tiene respecto al total. En efecto, de junio de 2000 a junio de 2004 los activos fijos y los activos extraordinarios aumentaron su participación respecto al total de activos improductivos, al pasar de 46.6% a 49.5%; y, de 9.3% a 12.1%, respectivamente. En contraste, en el mismo periodo la cartera vencida y la cartera en mora disminuyeron su participación, al pasar de 25.6% a 20.7% y de 18.4% a 17.7%, respectivamente.

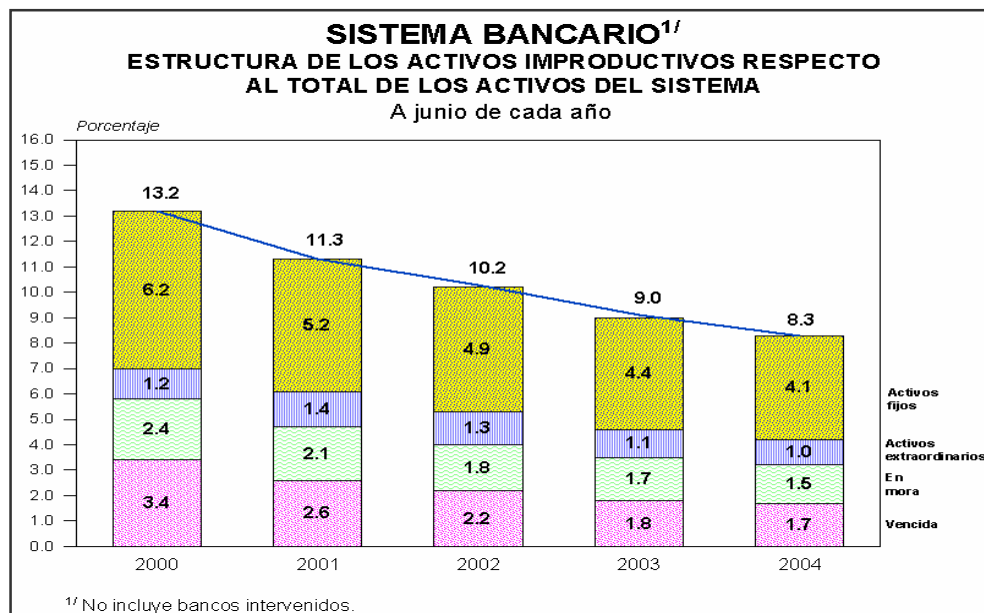
El incremento de los activos fijos se debe, en parte, a la expansión de las oficinas bancarias y a las revaluaciones de sus bienes inmuebles, en tanto que el incremento de los activos extraordinarios se asocia a la ejecución de garantías crediticias, lo que a su vez se ha reflejado en una reducción de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





En términos generales, el proceso de saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero nacional se refleja, entre otros indicadores, en el comportamiento de los activos improductivos del sistema bancario como proporción de sus activos totales, indicador que se ha reducido en 4.9 puntos porcentuales de junio de 2000 a junio de 2004, al pasar de 13.2% a 8.3%, respectivamente.

En lo que corresponde a los componentes de los activos improductivos, en la gráfica siguiente se observa que durante el mismo periodo evidencian una tendencia decreciente.

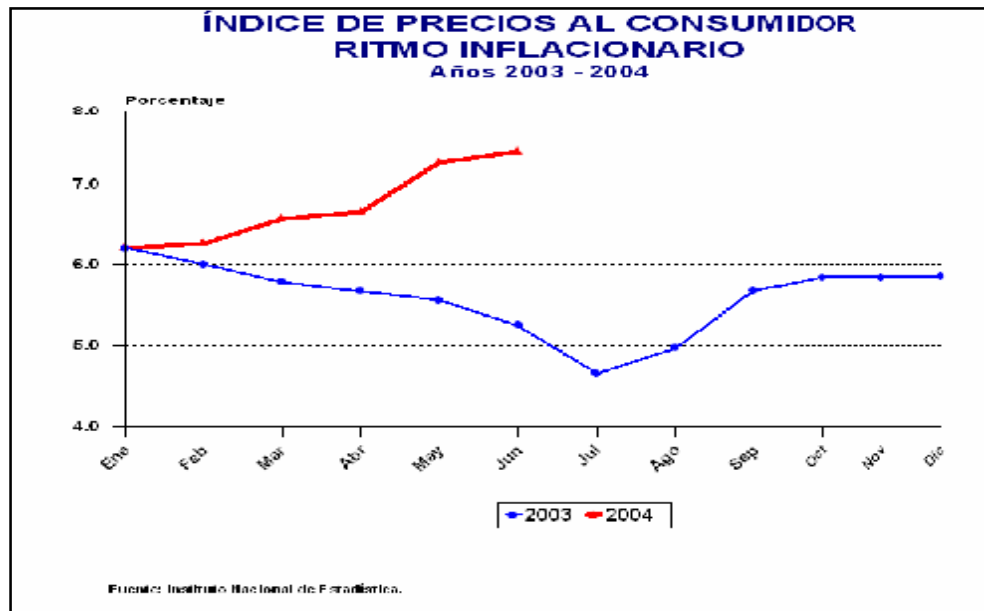


IV. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de precios al consumidor

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC-, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de junio de 2004, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 7.40%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0% - 6.0%). El referido porcentaje resulta superior en 2.16 puntos porcentuales a la observada en junio de 2003 (5.24%)



El comportamiento observado en la inflación interanual a junio de 2004 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 9.81%, que explica el 53.66% de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación el incremento en el índice de los grupos de gasto *Pan y cereales* (24.35%) y *Comidas preparadas fuera del hogar* (4.79%), que en conjunto explican el 67.09% de la variación interanual de dicha división de gasto. Por su parte, los productos que registraron las mayores alzas a nivel interanual son los productos de tortillería (37.34%) y pan (27.59%), que en conjunto representan el 26.21% del total de la inflación a junio de 2004.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%) registró a junio una variación interanual de 7.92% y representa el 10.39% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, principalmente, los precios medios de la *Gasolina* (22.98%) y del *Transporte urbano* (18.77%).

Por su parte, la división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%) registró una variación interanual de 7.84%, y explica el 9.91% del total del ritmo inflacionario, destacando las alzas en



el Servicio de electricidad (11.21%), en los Alquileres reales de vivienda (4.02%) y en el Servicio de agua domiciliaria (13.23%).

El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas explica el 73.96% del ritmo inflacionario observado a junio de 2004.

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

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	ÍNDICE JUNIO 2003	ÍNDICE JUNIO 2004	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3
ÍNDICE GENERAL	100.00	119.65	128.51	7.40	7.40	100.00
1. Alimentos bebidas no alc. y comidas fuera del hogar	38.75	125.14	137.41	9.81	3.97	53.66
2. Vestuario y calzado	7.94	115.41	119.12	3.21	0.25	3.33
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	111.94	120.72	7.84	0.73	9.91
4. Mobiliario, equipo de la v.v. y mant. de rutina de la casa	7.95	116.03	122.35	5.45	0.42	5.67
5. Salud	5.48	118.80	125.14	5.34	0.29	3.92
6. Transporte y comunicaciones	10.92	106.57	115.01	7.92	0.77	10.39
7. Recreación y cultura	6.83	124.62	129.59	3.99	0.28	3.83
8. Educación	5.60	125.35	134.50	7.30	0.43	5.79
9. Bienes y Servicios Diversos	6.53	120.96	125.70	3.92	0.26	3.49

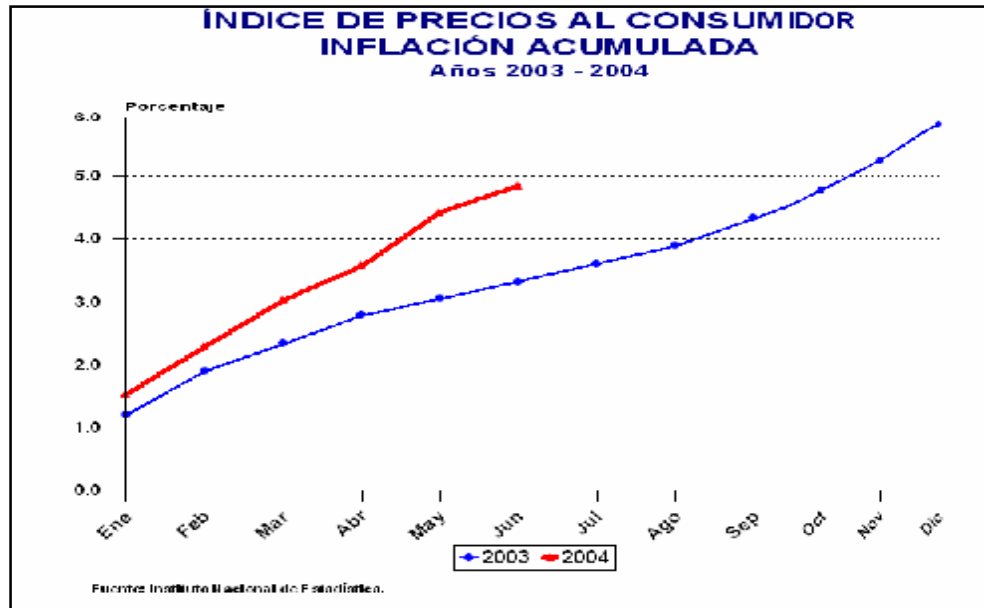
Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

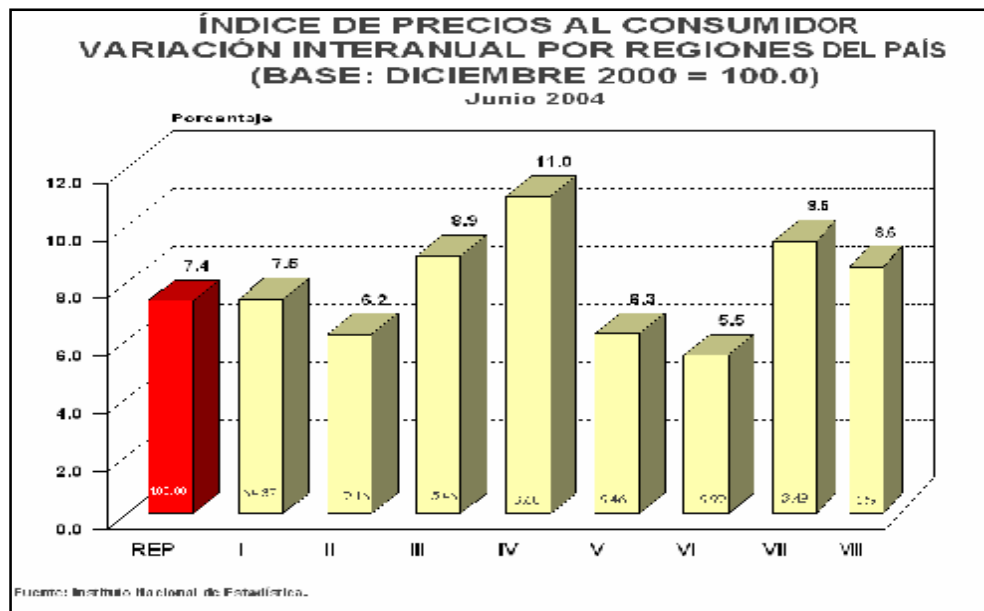
2/ Incidencia en la variación.

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

En cuanto a la inflación acumulada a junio del presente año, a nivel república, ésta alcanzó una variación de 4.84%, superior en 1.52 puntos porcentuales a la registrada el mismo mes del año anterior (3.32%).



A nivel de regiones³⁴, la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 11.0%; la Región VII (Noroccidente) registró una variación interanual de 9.46%; y, la región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, presentó un ritmo inflacionario de 7.45%, superior en 0.05 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (7.40%). La región que observó el ritmo inflacionario más bajo fue la Región VI (Suroccidente), con 5.50%.



2. Inflación subyacente

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

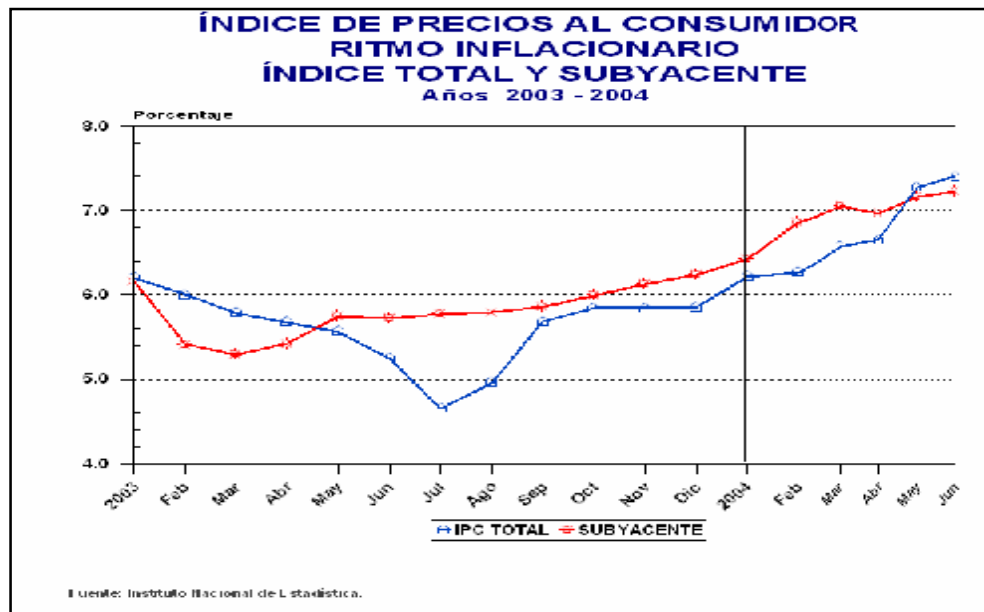
³⁴ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepequez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.



En tal sentido, la inflación subyacente a nivel república registró a junio de 2004 una variación interanual de 7.22%, inferior en 0.18 puntos porcentuales a la inflación total (7.40%), diferencia que se explica principalmente por las alzas en *gasolina* (22.98%) y el *gas propano* (15.34 %).

Cabe mencionar que la inflación subyacente, en el periodo de mayo de 2002 a diciembre de 2003 registró una leve tendencia al alza, al pasar de 5.75% a 6.24%; dicha tendencia se acentuó en 2004 con excepción del mes de abril. Es importante señalar que la inflación subyacente después de un año de estar por encima del IPC total, a partir de mayo de 2004, nuevamente es menor que la inflación total.

En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente es determinante la evolución de los precios del pan, de los de productos de tortillería y de los gastos derivados del servicio de electricidad, los que en conjunto explican el 33.18% de la inflación subyacente a junio de 2004.



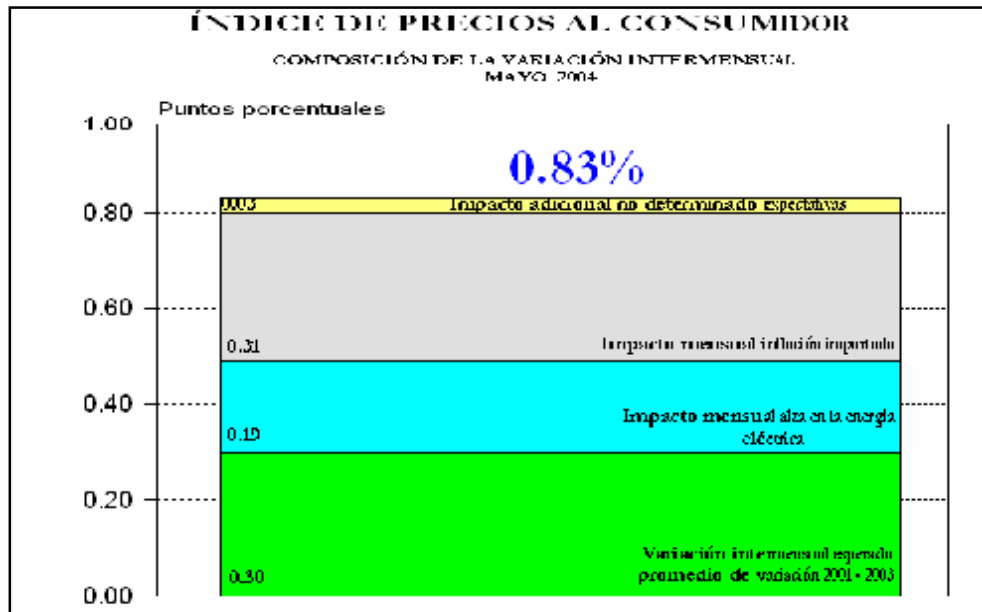
3. Inflación importada

El repunte inflacionario registrado durante el semestre está significativamente influenciado por la denominada inflación importada³⁵, la cual, a

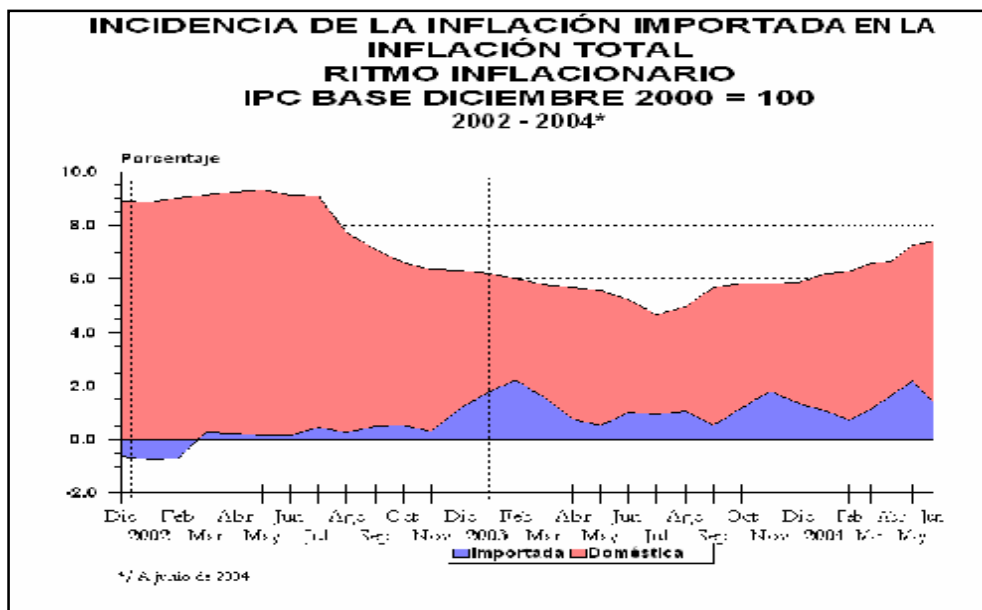
³⁵ De la totalidad de productos que se cotizan en el IPC, el 33.6% es afectado directamente por factores externos



su vez, responde principalmente al alza en el precio internacional del petróleo. En particular, mayo fue el mes en el que más se manifestó dicho fenómeno.

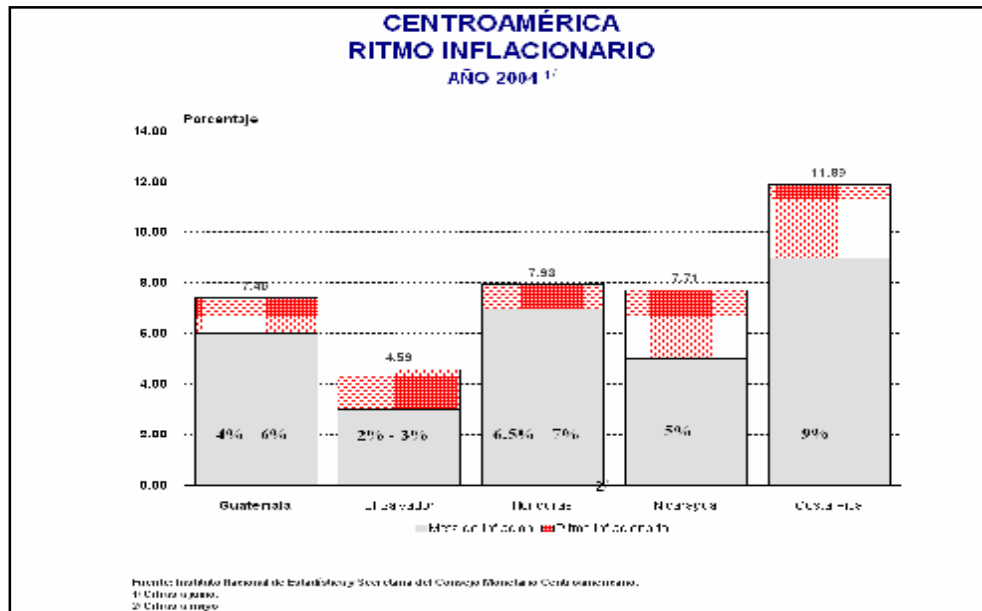


A nivel interanual, a junio la inflación importada explica 1.41 puntos porcentuales del ritmo inflacionario.





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



B. PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Análisis del programa al primer semestre de 2004

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del banco central, en el que se estima que la demanda de emisión monetaria crezca alrededor de 9.0% respecto al nivel estimado para finales de 2003, compatible con una tasa estimada de crecimiento del producto interno bruto en términos reales de alrededor de 2.6% y una meta de inflación de entre 4% y 6%; sin embargo, derivado de que en el primer trimestre de 2004 se observaron algunos eventos no contemplados en el programa monetario original, los que se suscitaron tanto por el lado de la oferta como de la demanda de emisión monetaria, fue necesario revisar el programa monetario 2004 aprobado por la Junta Monetaria en diciembre de 2003.

La revisión del programa monetario conllevó realizar algunos ajustes derivados del ingreso, en el primer trimestre, del segundo desembolso del



préstamo sectorial financiero del BID, de la revisión del flujo de divisas del sector público para el segundo, tercero y cuarto trimestres, y de una reestimación de la demanda de emisión monetaria para 2004.

En ese contexto, por el lado de la oferta de emisión monetaria se efectuó un ajuste en las reservas monetarias internacionales, tomando en cuenta, por un lado, los ingresos y los egresos de divisas observados durante el primer trimestre y, por el otro, una reducción de los ingresos de divisas del gobierno central con respecto a los programados originalmente, la cual se debe a que los Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América que vencerán durante el resto del año no serán recolocados en dicha moneda. En cuanto a la estimación de la demanda de emisión monetaria, la misma fue modificada para hacerla consistente con los resultados de un análisis econométrico realizado en febrero de 2004 por los cuerpos técnicos del Banco Central, que indicó que en un año postelectoral los excesos de emisión monetaria que se generan en los años electorales son absorbidos por una mayor demanda de emisión que disminuye a niveles normales gradualmente en un periodo de nueve meses.

A continuación se presenta el cumplimiento del programa monetario revisado para el primer semestre de 2004.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2004
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2003 AL 30 DE JUNIO DE 2004
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	-1,283	278	1,558
US\$	-160	35	195
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-32	-1,141	-1,109
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	180	-1,493	-1,673
1.1. Gobierno Central	112	-714	-826
1.2. Resto sector público	68	-779	-847
1.2.1. Depósitos	140	122	-18
1.2.2. OMAs	-72	-901	-829
2. Posición con bancos y financieras.	31	-133	-164
2.1. Crédito a bancos y financ.	-2	-3	-1
2.2. Encaje	33	-130	-163
3. Otros activos netos	621	517	-104
3.1. Gastos y productos	447	455	8
3.2. Activos netos no clasificados	174	62	-112
4. Operaciones de mercado abierto	0	-32	-32
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-864	0	864
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-1,315	-862	453

Memo:
OMAs totales

-936

-933

3



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

a) Monetización externa

El programa monetario previó para el primer semestre de 2004 una disminución en el nivel de Reservas Monetarias Internacionales -RIN- por US\$160.0 millones; sin embargo, al 30 de junio las RIN exhibieron un aumento de US\$35.0 millones (Q278.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en US\$195.0 millones (Q1,558.0 millones) a lo programado para el primer semestre de 2004. Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por el ingreso de US\$129.9 millones proveniente de las compras de dólares por parte del Banco de Guatemala en el SINEDI y por menor egreso de divisas del sector público respecto de lo programado para el 30 de junio, por alrededor de US\$50.0 millones.

b) Posición con el sector público

En lo relativo al sector público, de enero a junio del presente año el gobierno central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q714.0 millones, lo que contrasta con la reducción prevista por Q112.0 millones.

Cabe indicar que el aumento en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se explica, principalmente, por la menor ejecución del gasto público total, respecto de lo programado, por alrededor de Q900.0 millones.

Por su parte, el resto del sector público observó una desmonetización por un monto de Q779.0 millones, que contrasta con la monetización prevista de Q68.0 millones. Dicho resultado se atribuye al hecho de que las entidades públicas aumentaron sus inversiones en CDPs en alrededor de Q901.0 millones y redujeron sus depósitos en el Banco de Guatemala en aproximadamente Q122.0 millones.

**c) Posición con bancos y financieras**

Según el programa monetario, durante el primer semestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q31.0 millones, derivado, principalmente, de la disminución del exceso de encaje que dichas entidades mostraron al finalizar 2003. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario durante el citado semestre fue desmonetizante en Q133.0 millones, debido al aumento de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala, asociado al incremento de las captaciones bancarias.

d) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al 30 de junio fue monetizante en Q455.0 millones, monto superior en Q8.0 millones respecto de lo programado. Dicho efecto monetizante se asocia, principalmente, al pago de intereses de las operaciones de mercado abierto.

e) Operaciones de mercado abierto

El programa monetario tenía previsto que de conformidad con el comportamiento esperado de los factores de expansión y contracción de la emisión monetaria, en el primer semestre de 2004 se tendrían que realizar operaciones de mercado abierto -OMAs- por Q936.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al 30 de junio, el saldo de las OMAS registró un aumento de Q933.0 millones³⁶ respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2003, por lo que se registró una leve desviación en dicha variable por Q3.0 millones.

C. VARIABLES INDICATIVAS

En resolución JM-171-2003 del 23 de diciembre de 2003, la Junta Monetaria dispuso, entre otros aspectos, que con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se están logrando las metas, se debe dar seguimiento a diez variables indicativas,

³⁶ Cabe indicar que el referido aumento de las OMAS se explica por el incremento de las inversiones en dichos títulos por parte de los bancos del sistema y de las entidades públicas por montos de Q2,744.0 millones y Q901.3 millones, en su orden; mientras que el sector privado no bancario redujo su tenencia de títulos del Banco de Guatemala en Q2,712.3 millones. En lo que se refiere al saldo de las OMAS al 30 de junio, el mismo se ubicó en Q15,488.0 millones, de los cuales Q9,782.6 millones corresponden a los bancos del sistema; Q4,659.5 millones a entidades públicas; y, Q1,045.9 millones al sector privado no bancario.



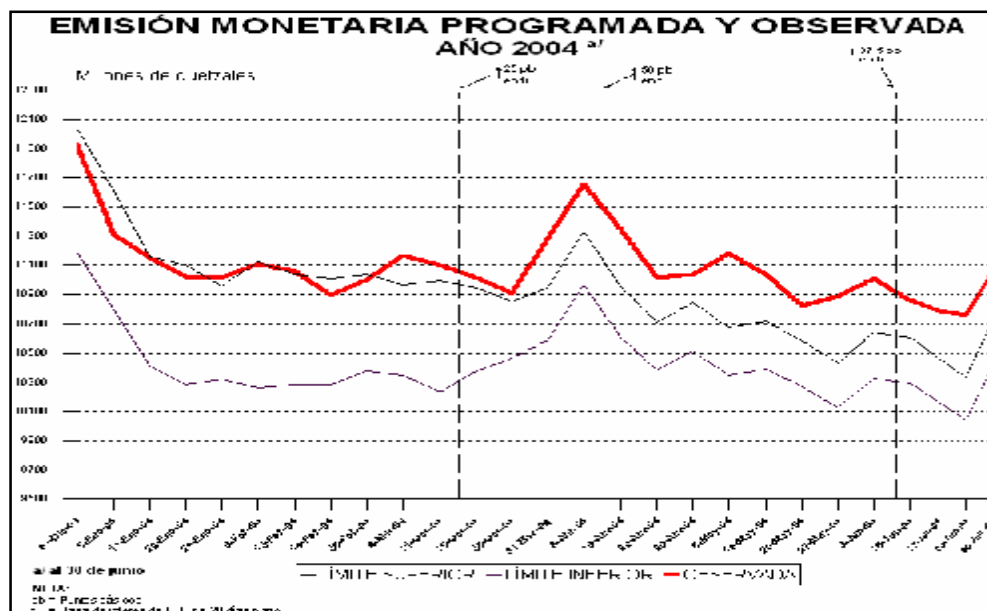
cuyo comportamiento durante el primer semestre de 2004 se presenta a continuación.

1. Emisión monetaria

La Junta Monetaria, luego de conocer el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2004, autorizó al Comité de Ejecución del Banco de Guatemala a dar seguimiento, como se indicó, a un programa monetario revisado, el cual incluye un nuevo corredor de demanda de emisión monetaria.

Conforme al programa monetario revisado para 2004, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca al finalizar el año en alrededor de 5% en relación al nivel observado a finales de 2003. Dicha variación es compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 2.6% y con una meta de inflación de entre 4% y 6%. Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla con algún grado de certeza, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los posibles cambios que podrían registrarse en el año.

El comportamiento de la emisión monetaria durante el primer semestre de 2004 se puede observar en la gráfica siguiente.





Hasta el 26 de febrero de 2004, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo alrededor del límite superior del corredor programado, para luego ubicarse por arriba del límite superior del referido corredor. El excedente de emisión monetaria se explica, principalmente, porque el nivel de las operaciones de mercado abierto no compensó totalmente la monetización de origen externo observada en el periodo.

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

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



Por último, cabe indicar que para evitar que el efecto inflacionario del aumento en el precio internacional del petróleo se extendiera a todos los sectores de la economía, y a fin de abatir las expectativas inflacionarias observadas en el primer semestre del presente año, el 15 de marzo, el 13 de abril y el 8 de junio del presente año, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con base en los lineamientos contenidos en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria, acordó efectuar ajustes en la tasa de interés para los Certificados de Depósito a Plazo a 28 días-plazo de 25, 50 y 37.5 puntos básicos, respectivamente. Dichos ajustes se adoptaron con el fin de enviar un mensaje del compromiso del Banco Central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.

2. Inflación subyacente esperada

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

La estimación de dicha variable se calcula mediante un modelo ARIMA (Modelo de serie de tiempo autoregresivo, integrado y de promedios móviles) que contiene información estadística mensual de la inflación subyacente desde enero de 1994 hasta la última fecha disponible (junio de 2004).

Según dicho modelo, a junio de 2004 la estimación de la inflación subyacente para finales de año es de 7.17%, superior al rango meta determinado por la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4% - 6%).

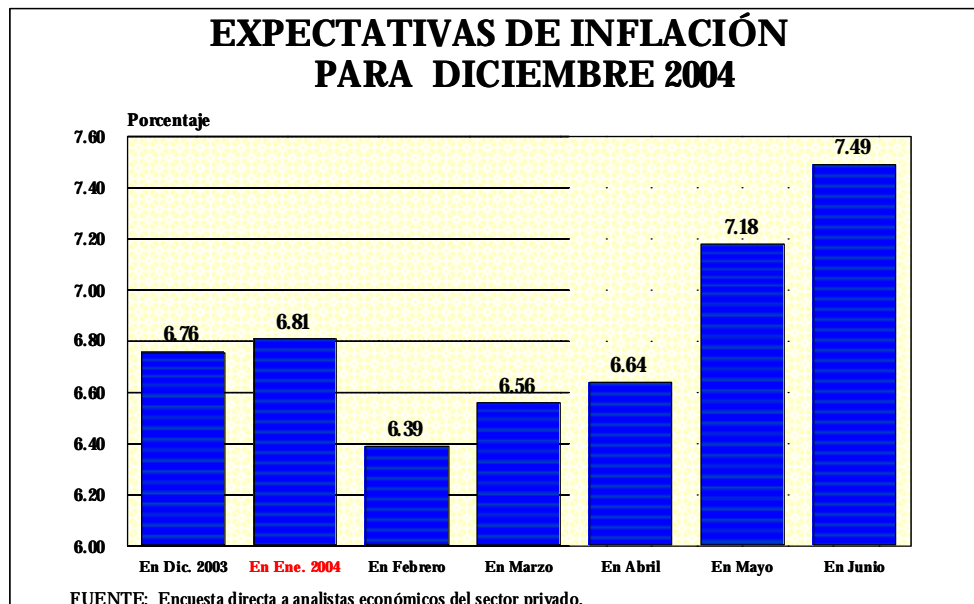
3. Expectativas de inflación del sector privado

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



comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en ese periodo.

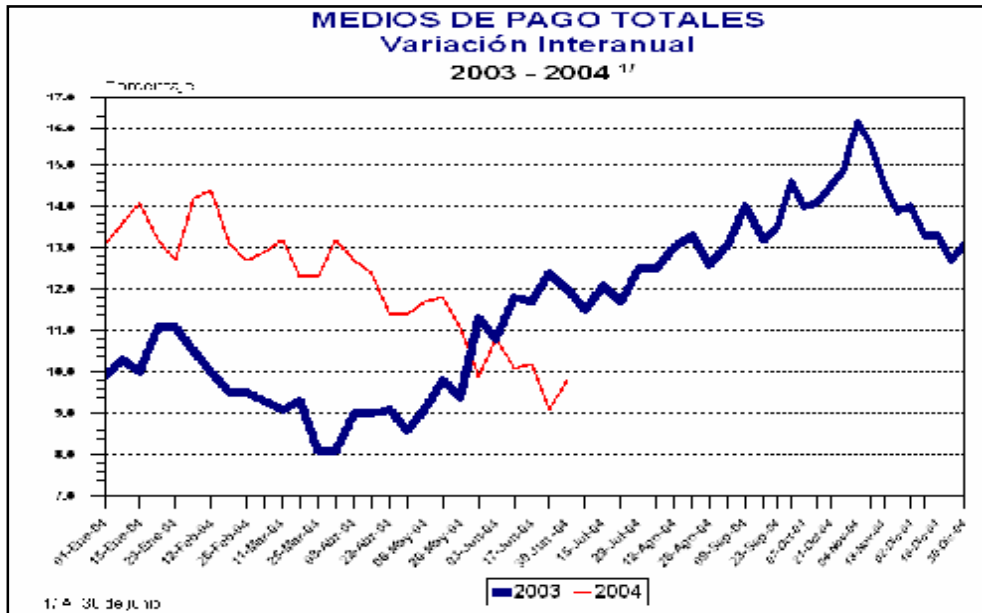
De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado -EEI-³⁷, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 7.49%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0%-6.0%).



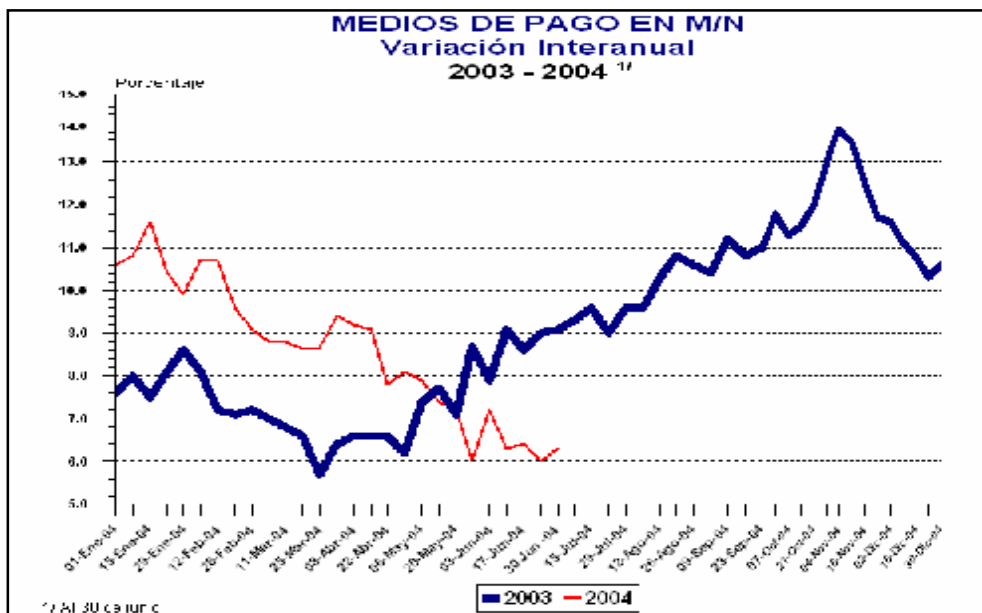
4. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2 y M3) crecerán entre 9% y 11%, en términos interanuales. Al 30 de junio, los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) correspondientes a M2 alcanzaron un nivel de Q59,627.4 millones, lo que representa un crecimiento, en términos interanuales, de 9.8%. Dicho porcentaje se encuentra dentro del rango previsto en la política monetaria vigente.

³⁷ Encuesta mensual dirigida a expertos nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.

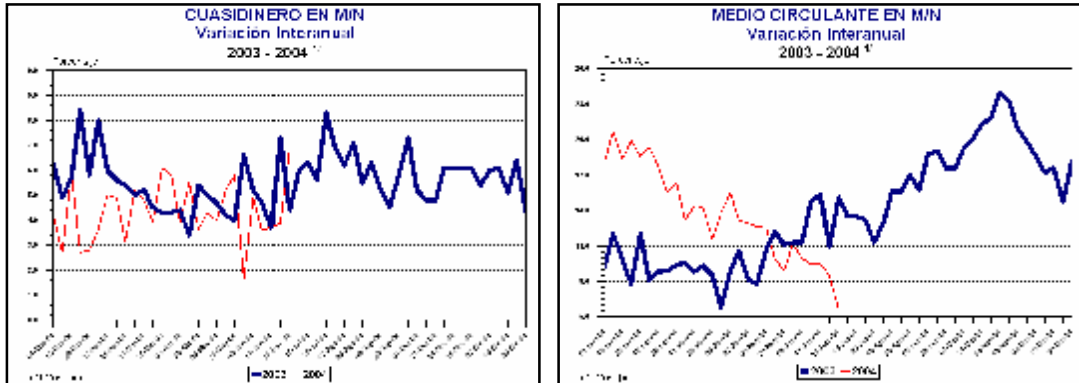


Por su parte, el M2 en moneda nacional registró, al 30 de junio de 2004, un saldo de Q33,155.1 millones, con un crecimiento interanual de 6.3% (Q3,159.3 millones), inferior en 2.8 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (9.1%).





Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidinero registró una tasa de crecimiento interanual de 6.9% (Q1,851.1 millones) y el medio circulante de 5.6% (Q1,308.2 millones).



Por su parte, los medios de pago (M2) en moneda extranjera registraron al 30 de junio un saldo equivalente a Q6,472.3 millones, con un crecimiento interanual de Q2,162.1 millones (50.2%), inferior en 11.9 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (62.1%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció Q1,379.5 millones (56.7%) y los depósitos monetarios Q782.6 millones (41.7%), ambos en términos interanuales.

Por último, el agregado M3 en moneda nacional, que comprende M2 en moneda nacional más los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala y los bonos emitidos por las sociedades financieras, ambos en poder del sector privado no bancario, alcanzó al 30 de junio de 2004 un saldo de Q55,280.6 millones, con un crecimiento interanual de 4.4%. El total del agregado monetario en moneda nacional y en moneda extranjera (M3) fue de Q62,396.1 millones, equivalente a un incremento de Q994.1 millones (1.6%) respecto del nivel observado en diciembre de 2003 y un incremento de Q4,606.7 millones (8.0%) en términos interanuales.

5. Crédito de los bancos al sector privado

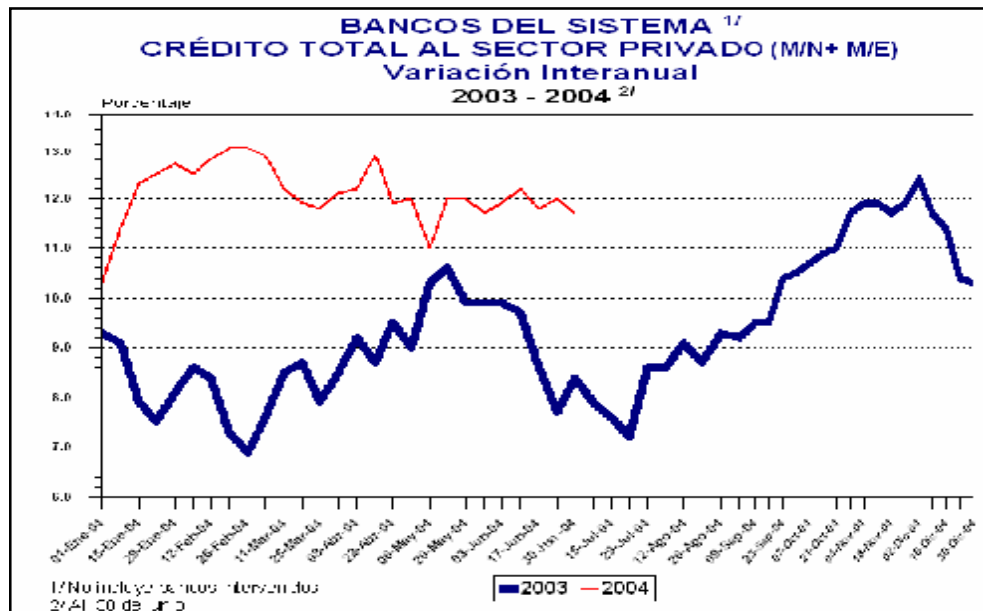
a) Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento

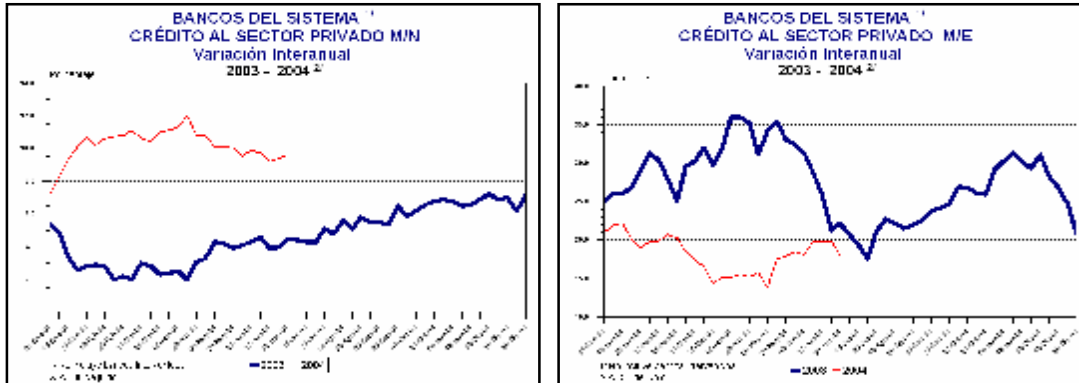


interanual de entre 11.5% y 13.5%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 30 de junio de 2004, el crédito bancario total al sector privado (en moneda nacional y en moneda extranjera) se ubicó en Q35,686.7 millones, registrando una tasa de crecimiento interanual de 11.7% (Q3,724.5 millones), la cual se encuentra dentro del rango previsto en la política monetaria vigente.



En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q26,446.0 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 9.6% (Q2,311.8 millones), superior en 5.1 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (4.5%). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q9,240.8 millones, con un crecimiento interanual de 18.0% (Q1,412.7 millones) inferior en 4.2 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (22.2%).



b) Cartera crediticia por actividad económica

Al 30 de junio de 2004, sin incluir a los bancos intervenidos administrativamente, la cartera crediticia se situó en Q32,385.3 millones, monto superior en Q3,545.3 millones (12.3%) al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que la mayor parte de la cartera crediticia bancaria se concentra en los rubros *consumo y transferencia, comercio, industria, y agricultura*.

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de enero a junio de 2004 se observa un incremento de Q1,258.7 millones (4.0%), cuya distribución se presenta en el cuadro siguiente:

SISTEMA BANCARIO^{1/}
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONOMICA
EN LOS PERIODOS QUE SE INDICAN
 - Millones de quetzales y porcentajes -

DESTINO	DICIEMBRE 2003 (A)	JUNIO 2004 (B)	VARIACIONES		ESTRUCTURA (%)	
			ABSOLUTA	RELATIVA (%)	2003	2004
			B - A	B/A		
Total	31,126.6	32,385.3	1,258.7	4.0	100.0	100.0
Agricultura, ganadería silvicultura, caza y pesca	2,757.9	2,531.2	-226.7	-8.2	8.9	7.8
Explotación minas y canteras	14.1	12.1	-2.0	-14.2	0.0	0.0
Industria manufacturera	3,473.4	3,263.1	-210.3	-6.1	11.2	10.1
Electricidad, gas y agua	452.3	822.2	369.9	81.8	1.5	2.5
Construcción	1,919.3	2,357.9	438.6	22.9	6.2	7.3
Comercio	7,287.2	6,846.6	-440.6	-6.0	23.4	21.1
Transporte y almacenamiento	224.5	221.1	-3.4	-1.5	0.7	0.7
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	1,227.1	1,118.3	-108.8	-8.9	3.9	3.5
Servicios comunales, sociales y personales	979.8	703.5	-276.3	-28.2	3.1	2.2
Consumo, transferencias y otros	12,791.0	14,509.3	1,718.3	13.4	41.1	44.8

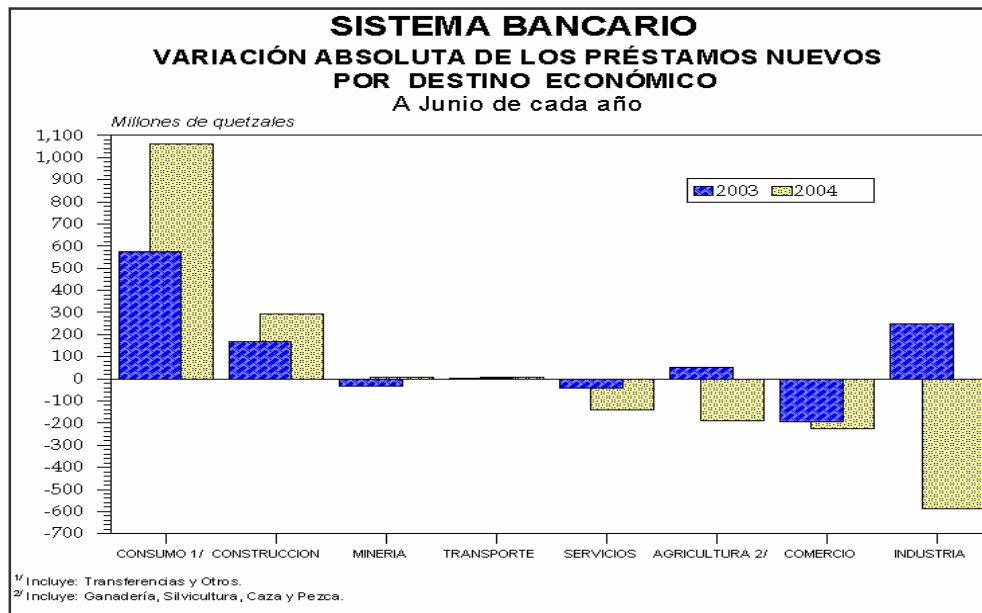
^{1/} No incluye bancos intervenidos
 Fuente: Superintendencia de Bancos



c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 30 de junio de 2004 el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q13,130.4 millones, superior en Q227.2 millones (1.8%) al registrado en igual periodo del año anterior.

El referido incremento se explica, por una parte, por el aumento de los préstamos nuevos canalizados al *consumo y transferencias* por Q1,061.0 millones; a la *construcción* por Q292.2 millones; y, a *otros destinos* por Q17.0 millones; y, por la otra, por la reducción que registró la *industria* por Q585.2 millones; el *comercio* por Q227.1 millones; la *agricultura* por Q188.3 millones; y, los *servicios* por Q142.4 millones.



6. Tasas de interés

a) De operaciones de mercado abierto -OMAs-

Durante el periodo comprendido de enero a junio de 2004, en las operaciones de mercado abierto de corto plazo las tasas de interés correspondientes a los plazos de 7 y 14 días se mantuvieron estables, en tanto que, en el plazo de 28 días, la tasa de interés registró alzas nominales de 25 puntos básicos el 15 de marzo y el 13 de abril y de 38 puntos básicos el 8 de junio, derivado de las decisiones del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala,



orientadas a neutralizar liquidez primaria en la economía.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
MECANISMO DE MESA ELECTRÓNICA BANCARIA DE DINERO Y EN LAS BOLSAS DE VALORES
DE ENERO A JUNIO DE 2004
- En porcentajes -

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO
7	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
14	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61
28	4.50	4.50	4.72	5.17	5.25	5.58

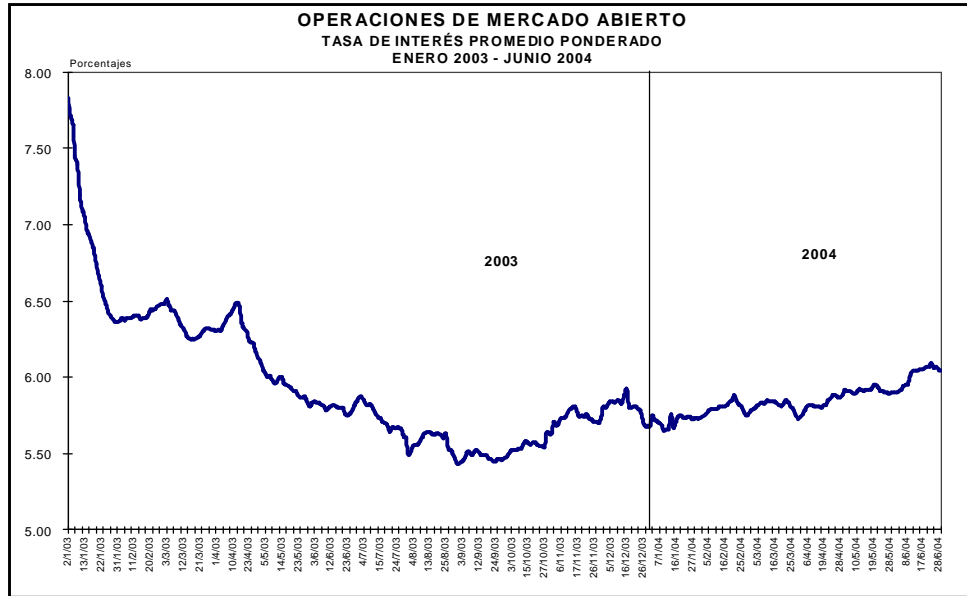
Por su parte, las tasas de interés de operaciones de mercado abierto de mediano plazo se ajustaron en función de las modificaciones realizadas a la tasa de 28 días³⁸. En ese sentido, las tasas de interés de 182 y 364 días, en el mecanismo de licitación, registraron alzas nominales de 30 y 35 puntos básicos y 50 puntos básicos, respectivamente, en abril y junio, tal como se observa en el cuadro siguiente.

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

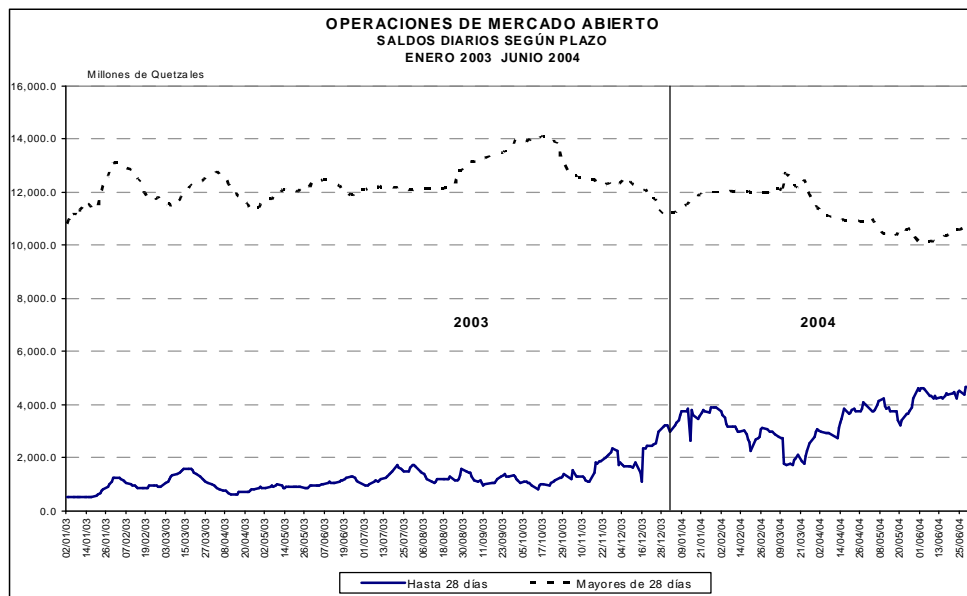
PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO
91	4.89	4.90				
154			5.25			
182				5.36	5.65	6.00
336	5.93					
364		5.00	6.00	5.00	6.00	6.48
490	6.66					
546					7.00	7.00
700	7.65					
728						7.65

En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de OMA's, durante el periodo de enero a junio de 2004, ésta tuvo un comportamiento moderadamente al alza, al pasar de 5.68% a 6.04%.

³⁸ Para el efecto, se tomó en cuenta la tasa de interés a plazo de 3 años de los bonos del tesoro del gobierno central.



Al analizar las OMA's por plazo de colocación, éstas pueden dividirse a corto plazo (hasta 28 días) y a largo plazo (mayores de 28 días). Al 30 de junio de 2004 el saldo vigente de estas operaciones se situó en Q15,475.2 millones. Como se puede observar en la gráfica siguiente, a lo largo del periodo analizado dichas operaciones se han mantenido mayoritariamente a largo plazo, al representar 69.8% del total del saldo referido, pero notándose que las de corto plazo han aumentado gradualmente su proporción del total.





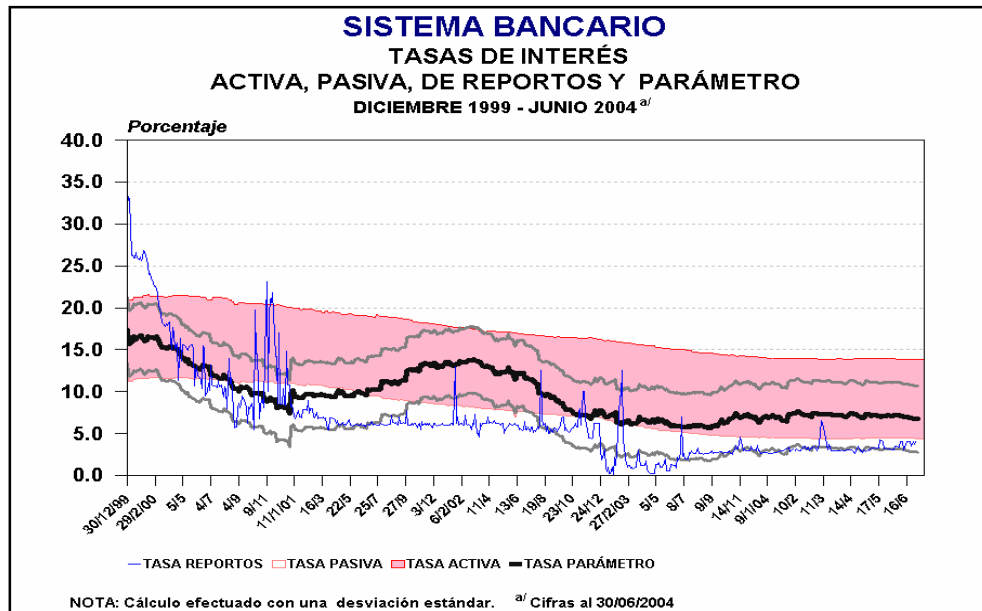
En efecto, se observa que durante el periodo analizado, las colocaciones netas a corto plazo aumentaron Q1,454.6 millones, en tanto que las colocaciones netas a largo plazo disminuyeron Q476.0 millones.

b) Tasa parámetro

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

Al 30 de junio, la tasa parámetro se ubicó en 6.73% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 10.68% y 2.78%, respectivamente. Cabe indicar que dados los volúmenes positivos de liquidez observados en el sistema bancario durante el primer semestre, la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido alrededor del límite inferior de la banda de la tasa parámetro. En particular, al 30 de junio dicha tasa se situó en 4.0%, por encima del límite inferior de la referida banda.

Si se compara dicha tasa de reportos con las tasas activa y pasiva, promedio ponderado del sistema bancario, se observa que la misma se ha mantenido durante la mayor parte del periodo por debajo incluso de la tasa pasiva y con un comportamiento estable, lo que indicaría que el mercado de dinero, en el periodo analizado, estuvo líquido, lo cual permitió a los bancos cubrir sus requerimientos de recursos financieros a costos razonables.



c) Competitividad externa de la tasa de interés doméstica

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

La “condición de paridad descubierta de la tasa de interés” es una condición de no-arbitraje en el mercado financiero que se cumple cuando la tasa de interés doméstica en moneda nacional es igual a la correspondiente tasa de paridad y, por lo tanto, los rendimientos de un activo financiero en moneda nacional son iguales a los que se obtendrían con un sustituto en moneda extranjera (haciendo abstracción de los costos de transacción)³⁹. En tal caso, a un agente económico le sería indiferente realizar operaciones en moneda nacional o en moneda extranjera. Por el contrario, cuando existe una brecha positiva entre la tasa de interés doméstica en moneda nacional con respecto a la tasa de interés de paridad correspondiente, los agentes económicos se ven estimulados a ingresar

³⁹ Cabe indicar que el cálculo de la tasa de paridad tanto activa como pasiva, si bien aún posee limitaciones de naturaleza estadística, asociadas a la falta de información sobre costos de transacción e instrumentos financieros que puedan sustituirse perfectamente en el mercado, representa un avance en cuanto a la medición de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.

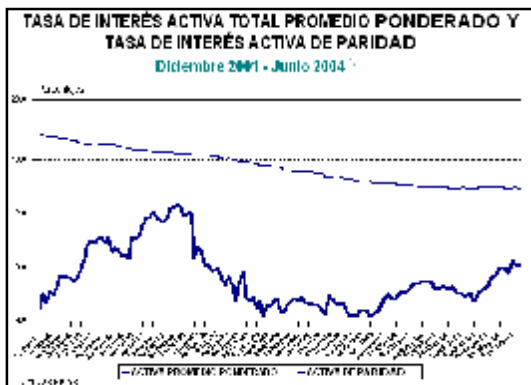


capitales al país; en cambio, cuando esa brecha es negativa, ello puede propiciar una salida de capitales.

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

Durante el periodo comprendido entre el 31 de diciembre de 2003 y el 30 de junio de 2004, se observó que la tasa de interés activa doméstica fue superior a la tasa de interés activa de paridad, lo cual es un indicador de que el crédito en el exterior resultó más barato que el crédito interno. En teoría, esta diferencia fomentaría la contratación de créditos externos y, por ende, el ingreso de capitales. Cabe indicar que al 30 de junio, la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 13.82%, en tanto que la tasa activa de paridad fue de 8.21%.

En otro orden, durante la mayor parte del periodo enero a junio, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica) fue superior a la tasa pasiva de paridad. No obstante, a partir de la primera quincena de mayo, la tasa pasiva de paridad fue superior a la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo. En efecto, al 30 de junio la tasa para depósitos a plazo alcanzó 6.66%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 8.09%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que, durante las últimas ocho semanas observadas, habría resultado más favorable ahorrar en el exterior.



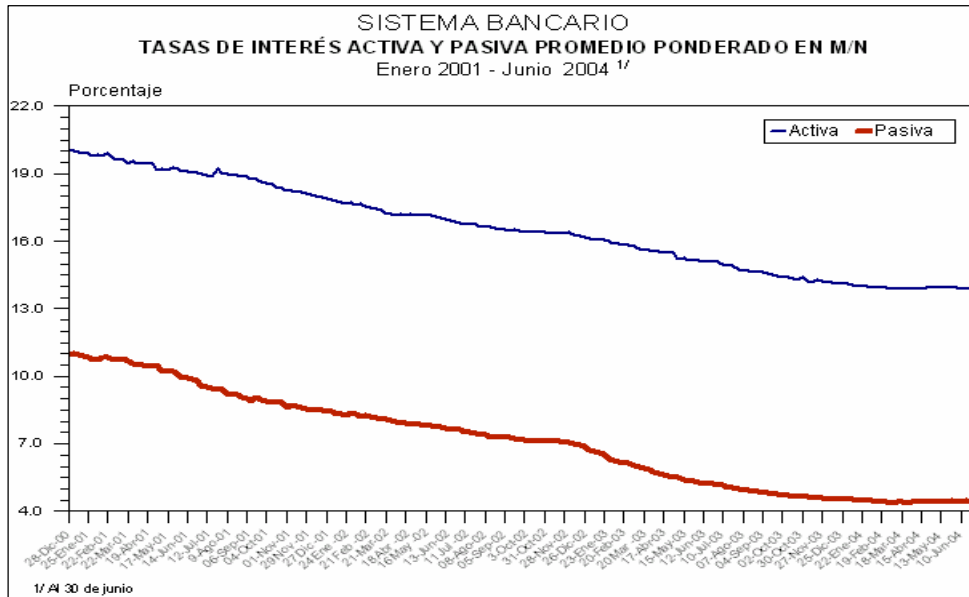
d) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario

i) En moneda nacional

Las tasas de interés activas y pasivas⁴⁰ promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, durante el primer trimestre del año continuaron con su tendencia estable y hacia la baja, al pasar de 14.11% y 4.52% el 31 de diciembre de 2003, a 13.91% y 4.40%, el 31 de marzo de 2004, respectivamente; sin embargo, durante el segundo trimestre del año el comportamiento de dichas tasas, si bien estable, evidencia que la tendencia hacia la baja a empezado a contenerse, pues las mismas se situaron en 13.82%⁴¹ y 4.41%, en su orden.

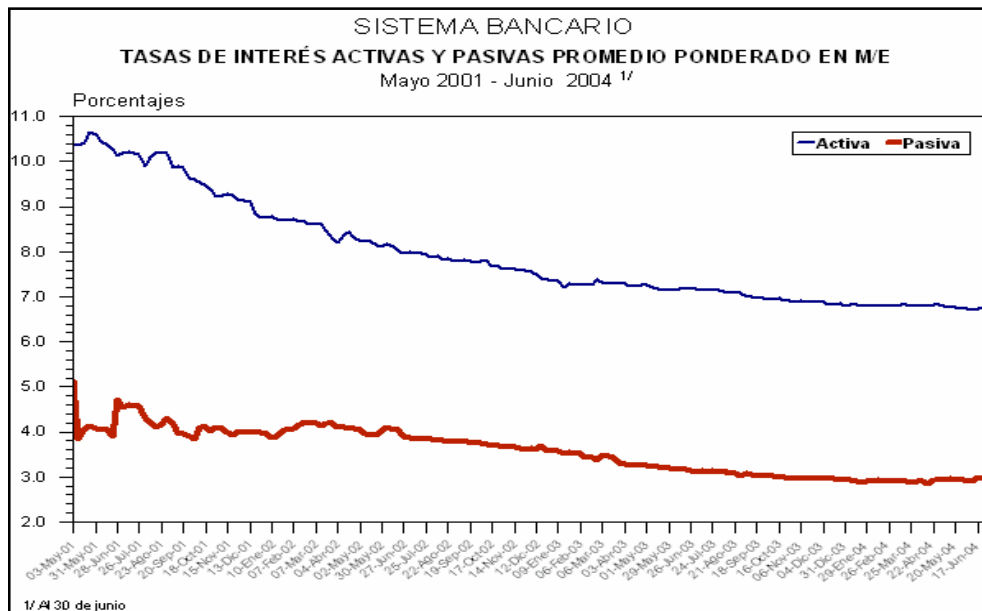
⁴⁰ Definida por la ponderación de las tasas de interés para los depósitos de ahorro, depósitos a plazo y bonos bancarios.

⁴¹ Cabe indicar que este es el nivel más bajo que la tasa activa registra desde 1989 cuando se liberaron las tasas de interés.



ii) En moneda extranjera

La tasa de interés activa promedio ponderado ha mostrado una disminución, al pasar de 6.81% en diciembre de 2003 a 6.72% al 30 de junio de 2004. Por su parte, la tasa de interés pasiva total promedio ponderado ha exhibido un leve aumento, alcanzando 2.99% al 30 de junio de 2004, la cual es superior en 0.04 puntos porcentuales con respecto a la registrada en diciembre del año anterior (2.95%).





Cabe comentar que, durante el primer semestre de 2004, el margen de intermediación ha mostrado una leve reducción. En efecto, el referido margen en moneda nacional se redujo en 0.18 puntos porcentuales, al pasar de 9.59 puntos porcentuales a 9.41 puntos porcentuales; mientras que el margen de intermediación en moneda extranjera disminuyó 0.13 puntos porcentuales, al pasar de 3.86 puntos porcentuales a 3.73 puntos porcentuales.

7. Tipo de cambio nominal

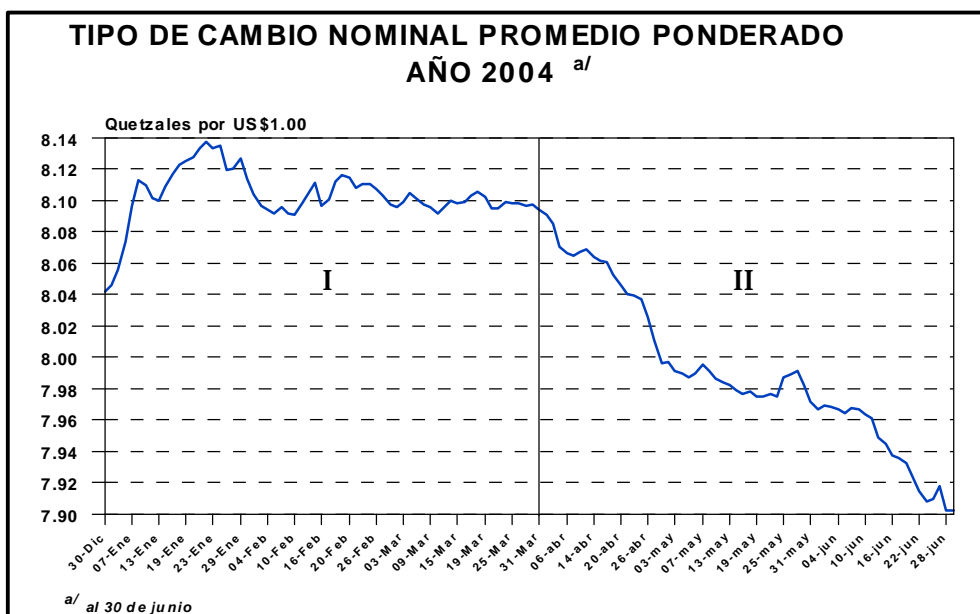
La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 determina que el régimen cambiario vigente es flexible, por lo que el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. En ese sentido, el Banco de Guatemala, de conformidad con dicha política, únicamente puede participar en el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad en el tipo de cambio, así como con el de adquirir las divisas que requiera el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, para cumplir con sus compromisos externos.

En ese contexto, durante el semestre, el tipo de cambio registró una apreciación de 1.7% al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q7.90 por US\$1.00 el 30 de junio de 2004. Sin embargo, el comportamiento observado en el tipo de cambio se puede analizar en dos periodos; el primero, que abarca del 1 de enero al 31 de marzo, en el que el tipo de cambio se depreció, en tanto que en el segundo, comprendido del 1 de abril al 30 de junio, el tipo de cambio se apreció.

En efecto, durante el primer trimestre de 2004, el tipo de cambio registró una leve depreciación de 0.6% al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 al 31 de marzo de 2004, dicho comportamiento reflejó la estacionalidad de la referida variable. Sin embargo, en el segundo periodo este comportamiento se revirtió a partir del mes de abril, al registrarse una apreciación en dicha variable de Q0.19 (2.35%) al pasar de Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2004 a Q7.90 por US\$1.00 el 30 de junio de 2004.



La apreciación del tipo de cambio, a partir de abril, se asocia a la influencia de varios factores que se presentaron simultáneamente en ese periodo, entre los que destacan la estacionalidad de la variable; el continuo aumento de los ingresos de divisas por remesas familiares; el incremento de flujos de capital privado para inversiones; los pagos en el mercado doméstico de Bonos del Tesoro expresados en moneda extranjera por parte del gobierno central; la contención del gasto público; y, las expectativas por parte de los agentes económicos que exacerbaron la referida apreciación. En anexo 1 se aborda el tema con más detalle.



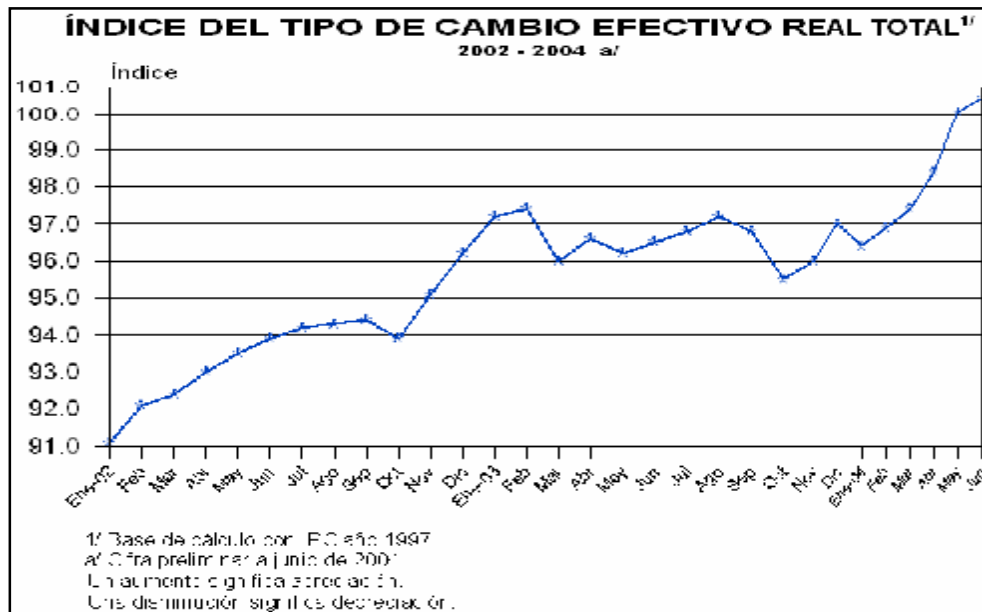
8. Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-

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

Con cifras preliminares a junio, el ITCER experimentó una apreciación en términos interanuales de 4.28%, mayor a la observada en el mismo periodo del año anterior (2.80%). Dicho comportamiento refleja, fundamentalmente, el hecho de que tres de los principales socios comerciales que conforman la canasta



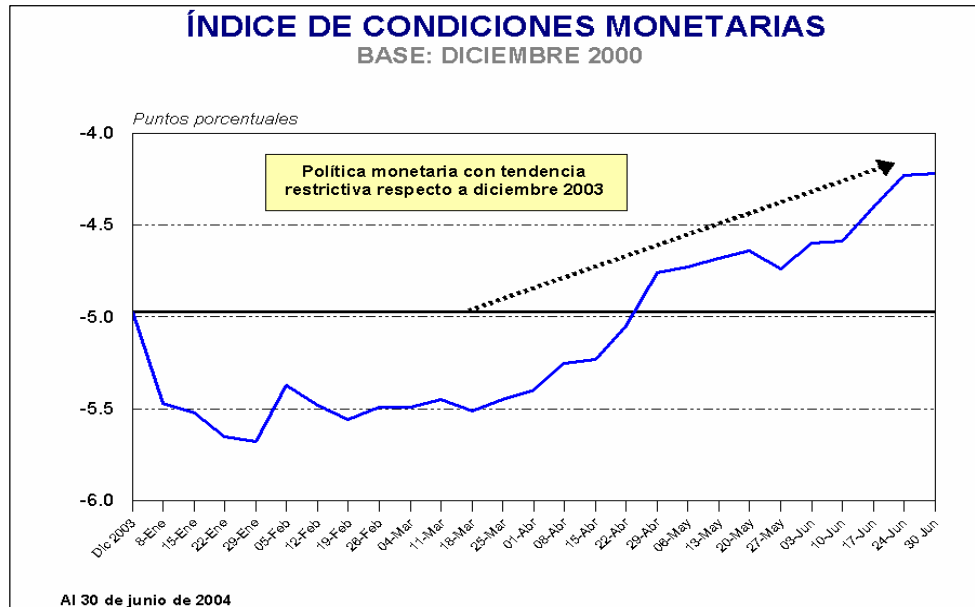
de países con la cual se calcula el ITCER tuvieron depreciaciones en su moneda con respecto al dólar de los Estados Unidos de América mayores a las de Guatemala (México, Costa Rica y Honduras). Otro factor que influyó en ese comportamiento fue el menor ritmo de crecimiento de los precios en El Salvador, Estados Unidos de América, Alemania, Japón y México, en relación con la inflación guatemalteca.



9. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

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

Al observar el comportamiento del ICM de diciembre de 2003 al 30 de junio de 2004, destaca que la apreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por una disminución en la tasa de interés, dejando implícito que la política monetaria fue restrictiva a lo largo del periodo de análisis, lo cual indica que, al considerar únicamente el referido indicador, hubo espacio para relajar dicha política.



V. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO

La revisión del programa monetario a junio de 2004 se hace necesaria a la luz de la disponibilidad de información observada del primer semestre del año y, fundamentalmente, de las proyecciones fiscales para el segundo semestre proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, basadas en las modificaciones fiscales que el 29 de junio aprobara el Congreso de la República.

En ese contexto, por el lado de la oferta de emisión monetaria se efectuó un ajuste en las reservas monetarias internacionales, tomando en cuenta las compras de divisas realizadas en el SINEDI durante el primer semestre del año; el nuevo financiamiento externo previsto tanto en eurobonos como en préstamos externos; las colocaciones previstas de bonos con residentes en moneda extranjera; y, las necesidades del sector público para atender el servicio de su deuda externa.

Cabe indicar que en las nuevas cifras fiscales que incorporan las reformas a las leyes impositivas, el déficit fiscal se mantiene en 2% respecto al producto interno bruto, mientras que los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala se estima que podrían aumentar Q531.0 millones al finalizar el año. En cuanto a la estimación de la demanda de emisión monetaria, la misma fue



ajustada, de conformidad con los resultados econométricos obtenidos por el Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta el programa monetario revisado a junio, en el que se observa que al finalizar 2004 las RIN aumentarían US\$140.0 millones, en tanto que los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala aumentarían en Q521.0 millones. Cabe indicar que lo anterior es compatible con una tasa de crecimiento de 2.6% del producto interno bruto, en términos reales, y con una meta de inflación prevista de entre 4% y 6%. Adicionalmente, como se indicó, el programa monetario que se presenta también considera un déficit fiscal no mayor del 2.0% del producto interno bruto, el cual es consistente con los esfuerzos de consolidación de la estabilidad macroeconómica.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2004
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES

CONCEPTO	TRIMESTRES				TOTAL 2004
	I Observado	II Observado	III	IV	
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	246	34	1862	-1022	1120
US\$	31	4	233	-128	140
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-999	-143	-2526	3147	-521
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1708	215	-903	2085	-311
1.1. Gobierno Central	-863	149	-1491	1674	-531
1.2. Resto sector público	-844	65	589	411	220
2. Posición con bancos y financieras.	-362	230	-49	-89	-270
2.1. Crédito a bancos y financ.	-2	-1	0	0	-3
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-360	231	-49	-89	-267
3. Otros activos netos	179	337	544	335	1394
3.1. Gastos y productos	203	251	357	239	1051
3.2. Activos netos no clasificados	-25	86	187	96	343
4. Operaciones de mercado abierto	892	-924	0	0	-32
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	0	0	-2118	816	-1304
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-754	-109	-663	2125	599

Memorándum:

Vencimiento programado de OMAs

9413

3689

13102

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el tercer trimestre del año las RIN aumentarían en US\$233.0 millones, como consecuencia, principalmente, de que durante este trimestre se tiene contemplada la colocación



de Bonos del Tesoro en el mercado financiero internacional por US\$300.0 millones. Compatible con la monetización de origen externo -RIN-, los AIN del Banco de Guatemala aumentarían en Q2,526.0 millones, debido, principalmente, al incremento de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala por Q1,491.0 millones, derivado del ingreso de la colocación de Bonos del Tesoro tanto en el mercado internacional como en el mercado interno.

En el cuarto trimestre, las RIN disminuirían US\$128.0 millones, debido a egresos previstos, principalmente, para cubrir el servicio de la deuda pública externa y el de los Bonos del Tesoro en moneda extranjera. En cuanto a los AIN, éstos se reducirían en Q3,147.0 millones, como consecuencia de un importante uso de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala.

Consistente con la demanda de emisión monetaria y el comportamiento de las RIN, durante el tercer trimestre sería necesario aumentar la esterilización de liquidez, mediante operaciones de mercado abierto en alrededor de Q2,115.0 millones. Cabe indicar que durante el cuarto trimestre, debido a la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, habría que inyectar liquidez por alrededor de Q815.0 millones, por lo que en este trimestre el saldo de las operaciones de mercado abierto estaría disminuyendo. Derivado de lo anterior, y si se cumple lo previsto con los factores monetizantes y desmonetizantes, al finalizar 2004 se espera que el saldo de OMAs aumente aproximadamente Q1,330.0 millones.



VI. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS RIESGOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

La coyuntura de la política monetaria en Guatemala está expuesta a presiones inflacionarias atribuibles en gran medida a factores externos. Uno de los principales riesgos que caracterizan el panorama económico mundial es el debate sobre el posible resurgimiento de presiones inflacionarias, como consecuencia del reciente comportamiento de los precios tanto en los Estados Unidos de América como en los países asiáticos.

En el caso de los Estados Unidos de América, la preocupación por el repunte inflacionario se originó como consecuencia del alza en los precios observada en el primer semestre de 2004, particularmente la registrada en el mes de mayo. En este sentido, cabe indicar que, aún y cuando la inflación no repunta de manera importante en ese país, la persistencia de los riesgos de presiones inflacionarias es significativa; de hecho, una prueba evidente de ello es que luego de que a principios de año la mayoría de expertos internacionales pronosticaban que los aumentos de la tasa de interés objetivo de fondos federales iniciarían a finales de 2004, o bien, a principios de 2005, tales previsiones se fueron acortando a lo largo del semestre y se materializaron con el ajuste de 25 puntos básicos que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Sistema de Reserva Federal realizara el 30 de junio a la referida tasa de interés. Cabe indicar que, como consecuencia de lo indicado, en adición a que los riesgos inflacionarios en Estados Unidos se basen en las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, tal y como ocurrió en el primer trimestre del año, ahora las autoridades monetarias también concentran su atención en el comportamiento de la demanda agregada, lo que confirma que los riesgos de repunte inflacionario se han incrementado; adicionalmente, tal y como en varias oportunidades lo ha expresado el señor Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos de América, la caída del dólar y el fortalecimiento de la economía global están generando presiones inflacionarias adicionales en la economía estadounidense, por lo que ha



manifestado que el Sistema de Reserva Federal seguirá muy de cerca el comportamiento del ritmo inflacionario en los próximos meses.

Por otro lado, en los países de Asia los precios empezaron a aumentar desde principios de año como consecuencia de un aumento en la demanda agregada debido, entre otros factores, al aumento en la oferta monetaria en algunos países que han recurrido a la compra masiva de dólares de los Estados Unidos de América para evitar la apreciación cambiaria, así como a la demanda de bienes básicos de la República Popular China, que está haciendo subir los costos de producción. El comportamiento al alza en la inflación que se empieza a observar en los países asiáticos puede estar generando presiones inflacionarias en los países avanzados, cuya producción se provee de insumos del continente asiático. Así también, debe tomarse en consideración que en muchos países gran parte de la importación de productos manufacturados proviene de Asia, por lo que se ha generado la preocupación de que el referido incremento en los precios en dicha región podría generar un rápido contagio inflacionario mundial.

En Guatemala, el probable repunte inflacionario de la economía mundial tiene particular importancia en la coyuntura actual de la política monetaria si se toma en cuenta que el ritmo inflacionario observado a junio, según estimaciones preliminares de los cuerpos técnicos de la institución, está influido de manera significativa por un componente importado, el cual se estima que explica cerca de uno y medio puntos porcentuales del ritmo inflacionario observado a junio. En adición a lo anterior, si bien la incertidumbre asociada a la reforma fiscal se ha desvanecido, los excesos de emisión monetaria originados desde mayo de 2003 todavía se constituyen en una fuente de presión inflacionaria, tomando en cuenta que, en el largo plazo, la emisión es un fenómeno monetario.

B. PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

La inflación en Guatemala, al igual que en el resto de países centroamericanos, está siendo influenciada de manera significativa por la persistencia de los altos precios del petróleo. De hecho, como consecuencia de

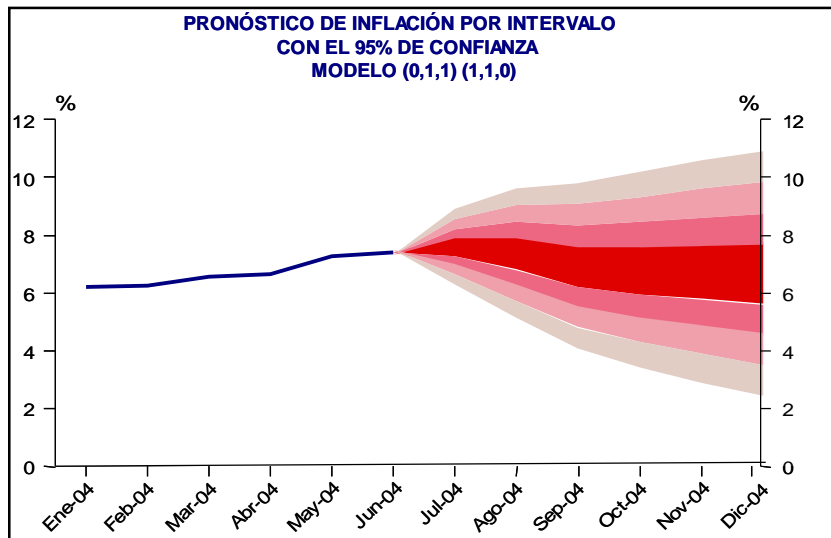


ello, al mes de junio todos los países del área registraban un ritmo inflacionario mayor al que establecieron como meta para fin de año. En este sentido, cabe indicar que si bien el efecto inflacionario generado por el fenómeno indicado es de naturaleza temporal, resulta poco probable que el mismo desaparezca en el presente año. Cabe indicar que sobre este tema la opinión de los expertos es que si bien los precios del petróleo podrían empezar a disminuir en el último trimestre de 2004, el retorno a sus niveles normales se registrará hasta en 2005. Por ejemplo, la Agencia Internacional de Energía estima que el fin del verano en los Estados Unidos de América se constituirá en un factor que liberará presión sobre los precios del petróleo en este año; sin embargo, tal apreciación se toma con cautela, dada la incertidumbre geopolítica que priva en algunas regiones productoras del crudo. Por otra parte, otros analistas consideran que los precios del petróleo empezarán a ceder hasta el próximo año, debido, por una lado, a la incertidumbre de seguridad que existe en los países del Golfo Pérsico y, por el otro, a que se espera que en 2005 se desacelerará el ritmo de crecimiento de la economía global⁴².

En el contexto descrito, la persistencia de los factores citados que están afectando adversamente la efectividad de la política monetaria incidiría en que para fin de año, de conformidad con un modelo econométrico de pronóstico calculado por los técnicos del Banco de Guatemala, el ritmo inflacionario se ubique en alrededor de 6.7%⁴³.

⁴² Otros enfoques, como por ejemplo el de Robin Brew, economista jefe de la "Economist Intelligence Unit" de la revista inglesa "The Economist", sugieren que los altos precios del petróleo se mantendrán durante todo 2004, debido a que no se prevé que se desvanezcan las causas que los originaron, siendo ellas, el aumento de la demanda del crudo por parte de la República Popular China; la prima de riesgo incorporada a su precio y asociada a la inseguridad en Arabia Saudita; y, la especulación que priva en el mercado. Según Brew, a medida que avance el 2005, las políticas restrictivas que adopte la República Popular China harán que el ritmo de crecimiento de su economía se desacelere y esto hará que automáticamente desaparezca la especulación desestabilizadora. Por lo tanto, sólo existe la duda de cómo se desenvolverá la situación política en Arabia Saudita. En todo caso, el citado analista estima que los precios del petróleo cederán a la baja hasta el 2005.

⁴³ Dicha proyección toma en cuenta el comportamiento de la inflación importada observada durante el año. En ese sentido, la inflación a junio, de 7.40%, se compone de 5.99 puntos porcentuales de inflación doméstica y 1.41 puntos porcentuales de inflación importada. Cabe indicar que la estimación de 6.7% para fin de año es puntual y tendencial, por lo que si, por ejemplo, los precios del petróleo continuaran aumentando durante el resto del año, la misma podría ser mayor. Así también, si los precios del petróleo ceden a la baja, la misma podría converger al límite superior del rango meta fijado por la Junta Monetaria (4%-6%).



C. DEL PROGRAMA MONETARIO 2004

El programa monetario revisado para 2004 tiene como marco el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes observados durante el primer semestre del año y, fundamentalmente, las proyecciones fiscales para el segundo semestre, consistentes con mantener una meta de déficit fiscal no mayor del 2.0% del PIB, proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas y basadas en la estimación del impacto de las reformas de las leyes impositivas que el 29 de junio aprobara el Congreso de la República.

En ese contexto, por el lado de la oferta de emisión monetaria se efectuó un ajuste en las reservas monetarias internacionales, tomando en cuenta, por un lado, los ingresos y los egresos de divisas observados durante el primer semestre y, por el otro, el ingreso de la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado financiero internacional, la cual se tiene prevista realizar en el tercer trimestre del año, así como una reducción, para el cuarto trimestre, de los ingresos de divisas programados del gobierno central. En cuanto a la estimación de la demanda de emisión monetaria, la misma fue modificada para hacerla consistente con los resultados de un análisis econométrico realizado por los técnicos del Banco Central, que indica que en un año postelectoral los excesos de emisión monetaria que se generan en los años electorales son absorbidos por un aumento



de la demanda de efectivo que retorna a la normalidad gradualmente en un periodo de nueve meses.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta la comparación entre el programa monetario revisado en marzo y el nuevo programa monetario.

PROGRAMA MONETARIO 2004
En millones de Q.

Concepto	PROGRAMA A DICIEMBRE DE 2004		
	REVISADO EN MARZO	REVISADO EN JUNIO	DIFERENCIA
I. Reservas Internacionales Netas	-2880	1120	4000
RIN US\$	-360	140	500
II. Activos Internos Netos	15871	13915	-1956
1. Gobierno Central	-942	-531	411
2. Resto del Sector público	427	221	-206
3. Posición con bancos	-190	-270	-80
Crédito a bancos	-2	-3	-1
Reserva bancaria	-188	-267	-79
4. Otros Activos Netos	1372	1394	22
Gastos y productos	1027	1050	23
Otros	344	344	0
5. Vencimientos de OMAs	15204	13101	-2103
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	12991	15035	2044
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	599	599	0
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-12392	-14436	-2044
D. COLOCACIÓN DE OMAs	12392	14436	2044
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	2812	-1335	-4147

D. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por último, cabe señalar que ante la coyuntura internacional y nacional descrita, que podría continuar limitando la efectividad de la política monetaria, es importante que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continúe realizando los ajustes que sean necesarios en la aplicación de los instrumentos de política monetaria de que se dispone, a fin de que, en congruencia con la política monetaria aprobada por la Junta Monetaria, se minimicen los efectos del alza en las tasas de interés internacionales y de los altos precios del petróleo, se reduzcan los excedentes de oferta de emisión monetaria y se contengan las expectativas inflacionarias, todo ello en el entendido de que las



actuaciones del Comité deben realizarse con la prudencia que amerita la todavía incipiente recuperación de la actividad económica real.



VII. RECOMENDACIONES

1. Respecto de las perspectivas en materia inflacionaria, se sugiere que la Junta Monetaria dé un estrecho seguimiento, por una parte, a la evolución de la coyuntura económica internacional, principalmente al comportamiento de la inflación mundial y al de los precios internacionales del petróleo, a efecto de poder monitorear la inflación importada y, por la otra, a la evolución de los excesos de emisión monetaria existentes en la economía; y,
2. En cuanto al programa monetario, tomando en cuenta el entorno nacional e internacional a que estará sujeta la política monetaria, se sugiere a la Junta Monetaria que, para el seguimiento de la variable indicativa Emisión Monetaria, apruebe el Programa Monetario revisado a junio a que se refiere este Dictamen.



Atentamente,

Oscar R. Monterroso Sazo
Director
Depto. Estudios Económicos

Juan Carlos Castañeda
Director
Depto. Investigaciones Económicas

Carlos A. Meléndez M.
Director
Depto. Análisis Bancario y
Financiero

F. Danilo Estrada P.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

Benjamín E. Ruíz E.
Director
Depto. Operaciones de Mercado
Abierto

Rómulo O. Divas M.
Subdirector
Depto. Cambios e Internacional

Gerardo Noel Orozco G.
Asesor III
Asesoría Jurídica

Carlos Rafael García
Gerente Financiero

F. Estuardo García A.
Secretario

José Alfredo Blanco Valdés
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 26 de julio de 2004.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1

CONSIDERACIONES ACERCA DE LA APRECIACIÓN CAMBIARIA NOMINAL Y REAL Y OPCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

I INTRODUCCIÓN

La significativa afluencia de capitales externos observada durante el primer semestre de 2004 se ha traducido en una apreciación del tipo de cambio nominal y también del tipo de cambio real.

En el caso del tipo de cambio nominal durante el primer semestre de 2004, se observa que al 30 de junio se había apreciado Q0.14 (1.73%), al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q7.90 por US\$1.00 el 30 de junio de 2004. Dicha apreciación no es un fenómeno aislado, sino que conlleva efectos sobre otras variables, principalmente, en el tipo de cambio real, el nivel de comercio exterior y el comportamiento de los precios internos, entre otros.

En atención a lo anterior, a continuación se examinan las causas que se considera han afectado el tipo de cambio nominal y real, así como las acciones de política económica que se pueden adoptar a fin de contrarrestar el ingreso abrupto de capitales extranjeros y sus posibles efectos.

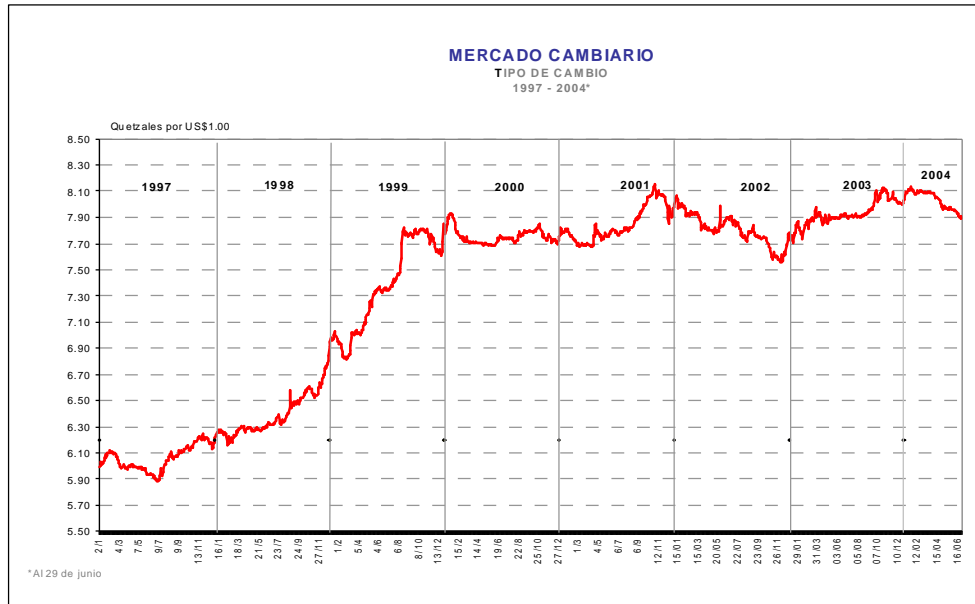
II. COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

A. Tipo de cambio nominal

En Guatemala, el régimen del tipo de cambio es flexible y, consecuentemente, la política monetaria, cambiaria y crediticia ha propiciado que el tipo de cambio nominal sea determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas del mercado cambiario. En ese contexto de flexibilidad cambiaria, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario con el propósito de evitar la volatilidad, especialmente en presencia de factores especulativos o choques externos, así como para adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, a fin de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.



En el contexto descrito, se observa que el tipo de cambio nominal ha mostrado una tendencia hacia la depreciación en el periodo 1997-2004, como se puede apreciar en la gráfica siguiente. En efecto, la depreciación acumulada de dicha variable en ese periodo fue de 31.8%.



El comportamiento anual del tipo de cambio en el citado periodo también puede apreciarse en el cuadro siguiente.



Cuadro 1

TIPO DE CAMBIO
VARIACION RELATIVA ACUMULADA
AÑOS: 1996 - 2004

FECHA	Quetzales por US\$1.00			Variación Acumulada			Variación Acumulada		
	COMPRA	VENTA	PROMEDIO	con respecto Dic. Año anterior			con respecto Dic. Año 1996		
				COMPRA	VENTA	PROMEDIO	COMPRA	VENTA	PROMEDIO
30-Dic-96	5.99	6.01	6.00						
30-Dic-97	6.17	6.19	6.18	2.89	2.96	2.93	2.9	3.0	2.9
30-Dic-98	6.84	6.85	6.85	10.94	10.79	10.87	14.2	14.1	14.1
30-Dic-99	7.79	7.85	7.82	13.88	14.53	14.20	30.0	30.6	30.3
29-Dic-00	7.70	7.71	7.70	-1.24	-1.76	-1.51	28.4	28.3	28.4
28-Dic-01	7.98	8.02	8.00	3.68	4.04	3.86	33.1	33.5	33.3
31-Dic-02	7.79	7.83	7.81	-2.42	-2.35	-2.38	29.9	30.4	30.1
24-Jun-03	7.92	7.94	7.93	1.77	1.38	1.58	32.2	32.2	32.2
30-Dic-03	8.02	8.06	8.04	1.27	1.44	1.36	33.9	34.1	34.0
30-Ene-04	8.10	8.12	8.11	1.00	0.83	0.91	35.2	35.2	35.2
27-Feb-04	8.10	8.11	8.10	0.88	0.67	0.78	35.0	35.0	35.0
31-Mar-04	8.09	8.10	8.09	0.76	0.57	0.66	34.9	34.9	34.9
29-Abr-04	7.99	8.01	8.00	-0.48	-0.60	-0.54	33.2	33.3	33.3
31-May-04	7.96	7.98	7.97	-0.77	-0.92	-0.84	32.8	32.9	32.9
30-Jun-04	7.89	7.91	7.90	-1.64	-1.82	-1.73	31.7	32.0	31.8

% Deprec.(+), % Aprec.(-)

El tipo de cambio nominal registró una mayor depreciación en los años 1998 y 1999 (10.9% y 14.2%, respectivamente), mostrando al final de este último año una depreciación acumulada de 30.3%, respecto de diciembre de 1996 (comportamiento que se puede apreciar en el cuadro 1).

En lo que respecta al periodo 2000-2004, el tipo de cambio nominal ha mostrado una tendencia a la apreciación en los años 2000 y 2002, mientras que en los años 2001 y 2003 tuvo una tendencia a la depreciación. Durante 2004, el tipo de cambio nominal ha mostrado una tendencia apreciativa.

De lo anterior, un aspecto a resaltar es el hecho de que a partir de 2000 existe un comportamiento cíclico bianual apreciación-depreciación del tipo de cambio nominal, como se observa en la primera columna de variación acumulada del cuadro anterior.

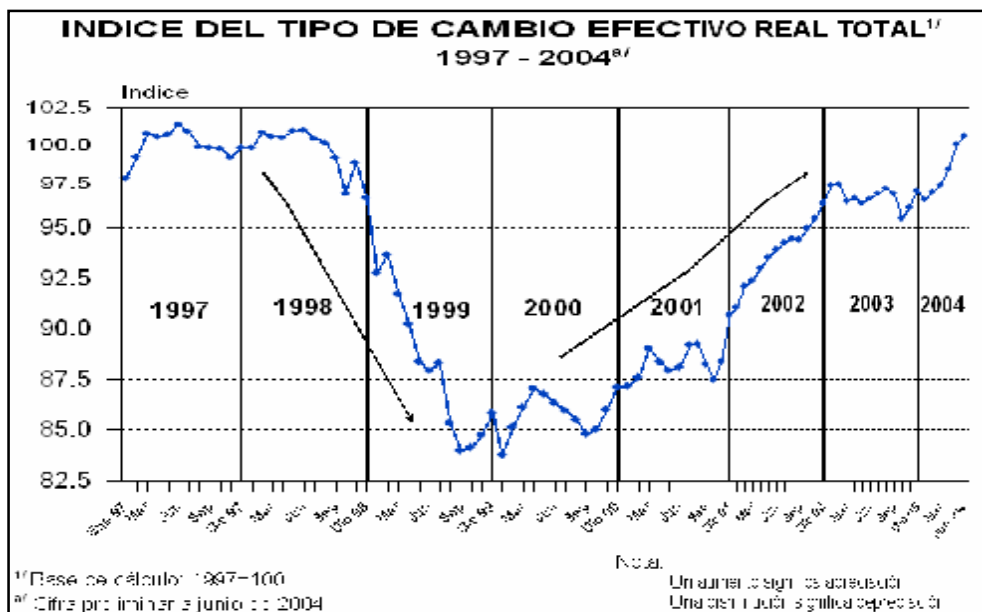
B. Tipo de cambio real

El tipo de cambio real, es una aproximación de la dirección del cambio en la competitividad de las exportaciones. Este es un indicador que relaciona el comportamiento del tipo de cambio nominal y de la inflación domésticos, con respecto a estas mismas variables de los principales socios comerciales de un país. En este sentido, para mantener la competitividad



constante, el incremento que se genera en los precios domésticos debería ser compensado con una depreciación del tipo de cambio nominal.

En Guatemala en el periodo 1998-1999, el Índice de Tipo de Cambio Real -ITCER- mostró una depreciación, lo que significa que se ganó competitividad debido a que la depreciación del tipo de cambio nominal más que compensó el crecimiento de precios de Guatemala por encima del de los socios comerciales. Por el contrario, a partir de 2000, debido al comportamiento del tipo de cambio nominal y de los precios internos respecto a los de los principales socios comerciales, se ha perdido competitividad; es decir, el ITCER se ha estado apreciando; sin embargo, según el ITCER los actuales niveles de competitividad se han mantenido en niveles similares a los de 1997.



III. COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

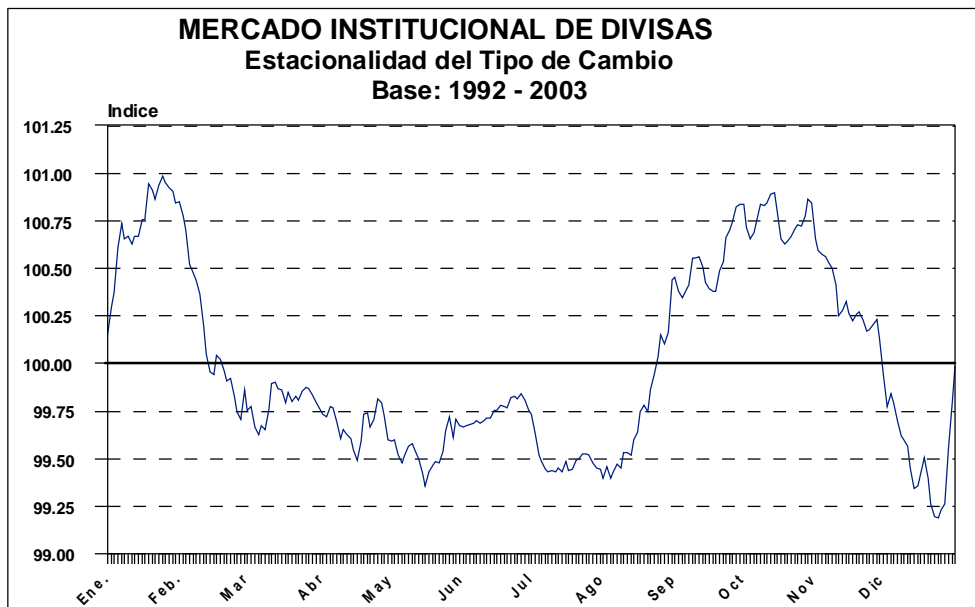
Para explicar el comportamiento del tipo de cambio durante el primer semestre de 2004, seguidamente se analizan seis factores que se consideran como posibles determinantes del mismo, siendo estos en su orden: la estacionalidad del tipo de cambio, los flujos de divisas hacia el país por concepto de remesas familiares y capital privado, el pago neto de bonos expresados en



dólares de los Estados Unidos de América, la contención del gasto público y la especulación desestabilizadora.

A. Estacionalidad del Tipo de Cambio

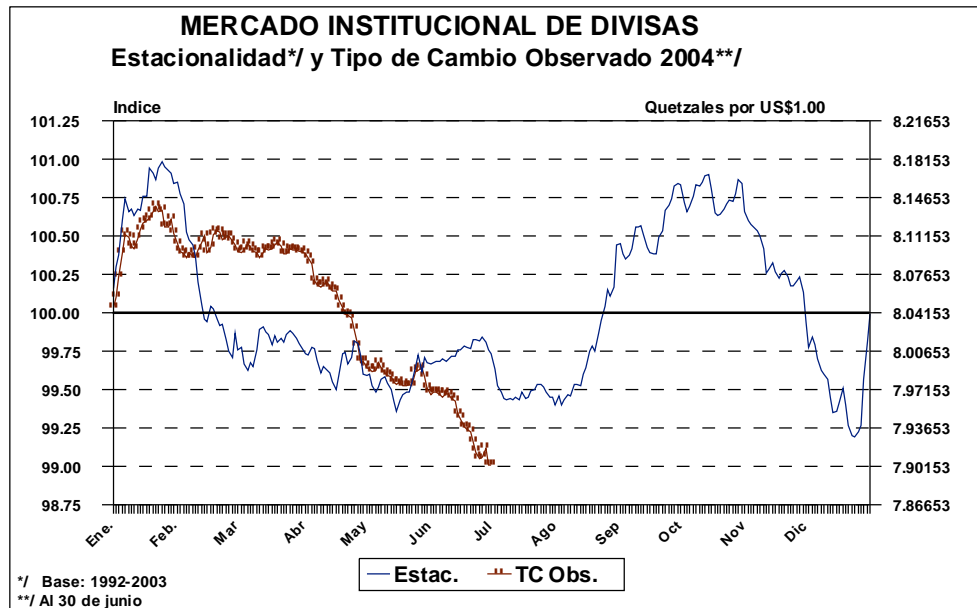
Un análisis histórico del tipo de cambio permite identificar los periodos del año en que dicha variable tiende a apreciarse o a depreciarse. En ese contexto, se utilizó el periodo base 1992-2003 para obtener la estacionalidad de la variable, encontrándose que el índice marca una depreciación en enero, una tendencia a la apreciación desde finales de enero hasta principios de agosto, en tanto que desde mediados de agosto hasta noviembre la tendencia estacional indica que el tipo de cambio se deprecia, para luego mostrar una apreciación en el resto del año.



Como se puede observar en la gráfica siguiente, el tipo de cambio mantuvo un comportamiento acorde con su estacionalidad hasta finales de mayo; sin embargo, a partir de esa fecha la apreciación del tipo de cambio empieza a registrar una mayor apreciación respecto de su comportamiento estacional. En este sentido, si bien la estacionalidad no es un factor que explica la tendencia de largo plazo del tipo de cambio, sí contribuye a explicar la apreciación de dicha



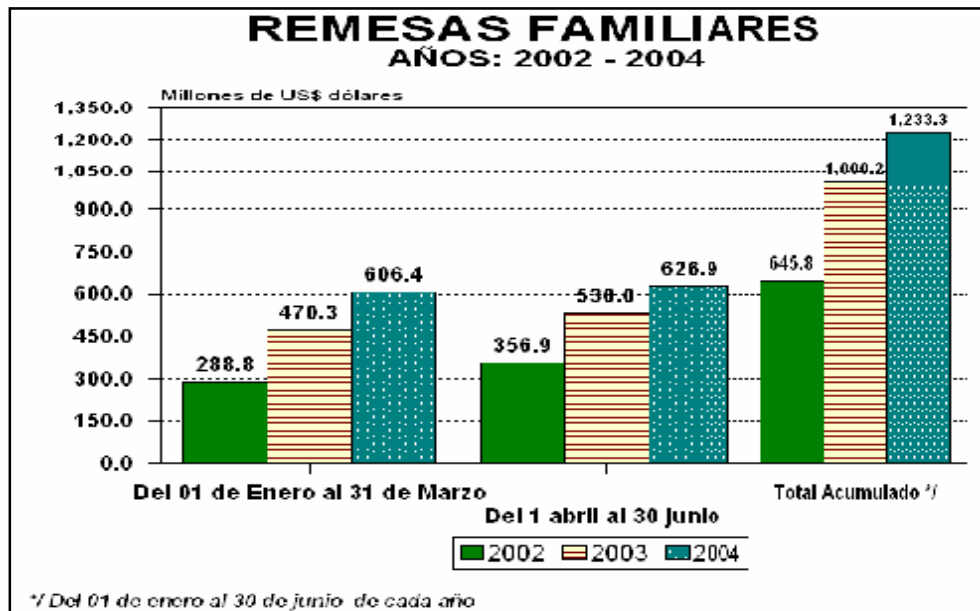
variable observada a partir de abril, en virtud de que ésta es una época en la que el tipo de cambio es más proclive a apreciarse.



B. Mayor ingreso de capital privado

El saldo de la balanza cambiaria es un indicador de la demanda y oferta de divisas del mercado cambiario. En ese sentido, al analizar dicha balanza por sectores se estableció que el sector privado ha generado más divisas de las que ha demandado en los últimos tres años.

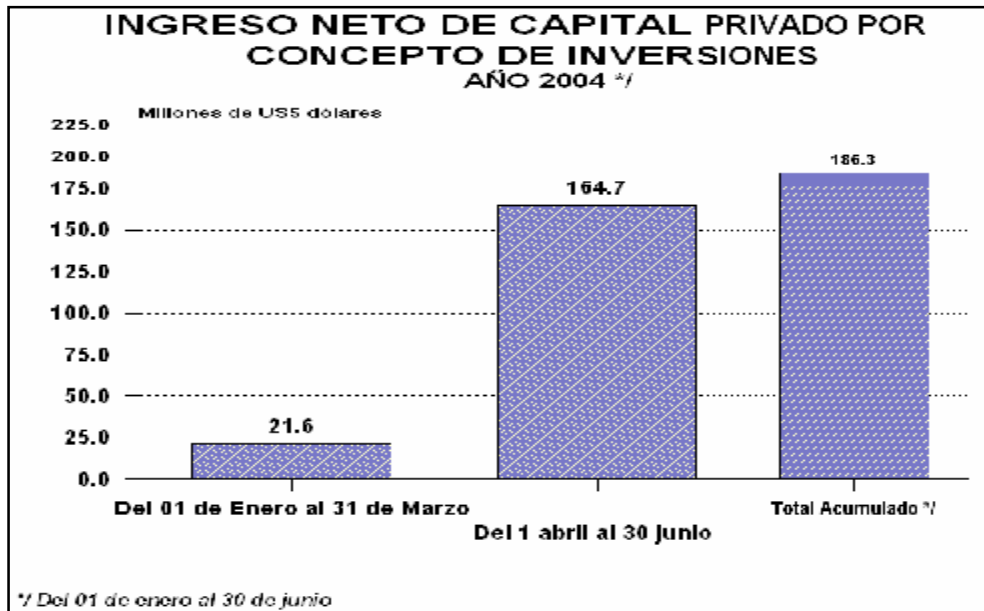
En ese contexto, un factor que ha sido determinante en los tres últimos años en el saldo de la balanza cambiaria del sector privado es el ingreso de divisas registrado por concepto de remesas familiares, el cual desde 2002 ha registrado un marcado dinamismo, como se puede apreciar en la gráfica siguiente.



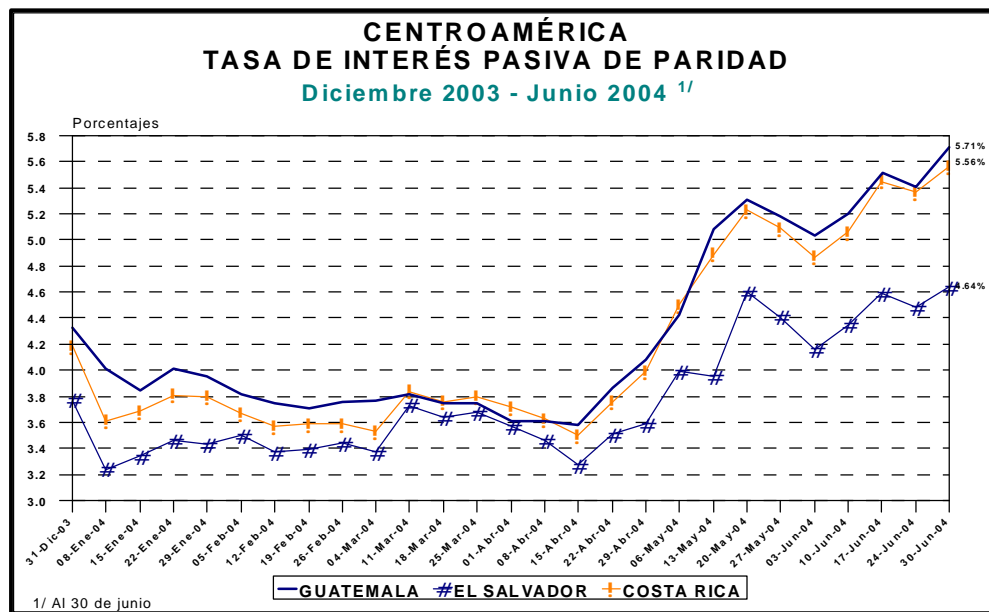
En el primer trimestre de 2004 se observó un aumento de los ingresos de divisas registrados por remesas familiares, comportamiento que se observó también en el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor.

En el contexto descrito, se tiene que el comportamiento creciente que ha mostrado el registro de ingreso de remesas familiares en los años recientes permite inferir que dicha variable, más que explicar la aceleración de la apreciación observada del tipo de cambio de abril a junio, ayuda a explicar su tendencia en el mediano plazo.

Otro factor importante que determina el comportamiento hacia la apreciación del tipo de cambio, es el ingreso de divisas por concepto de capital privado para inversiones de corto plazo. Al respecto, contrario al comportamiento de las remesas familiares, durante el primer trimestre de 2004, el flujo de capital de corto plazo fue ligeramente positivo y en el segundo trimestre el mismo se incrementó significativamente. En efecto, en el primer trimestre el saldo neto fue de US\$21.6 millones, mientras que en el segundo trimestre fue de US\$164.7 millones, por lo que ese factor ayuda a explicar la acelerada apreciación del tipo de cambio ocurrida a partir de abril, aunque no existe suficiente evidencia de que dicho factor explique la tendencia a la apreciación del tipo de cambio en el largo plazo.

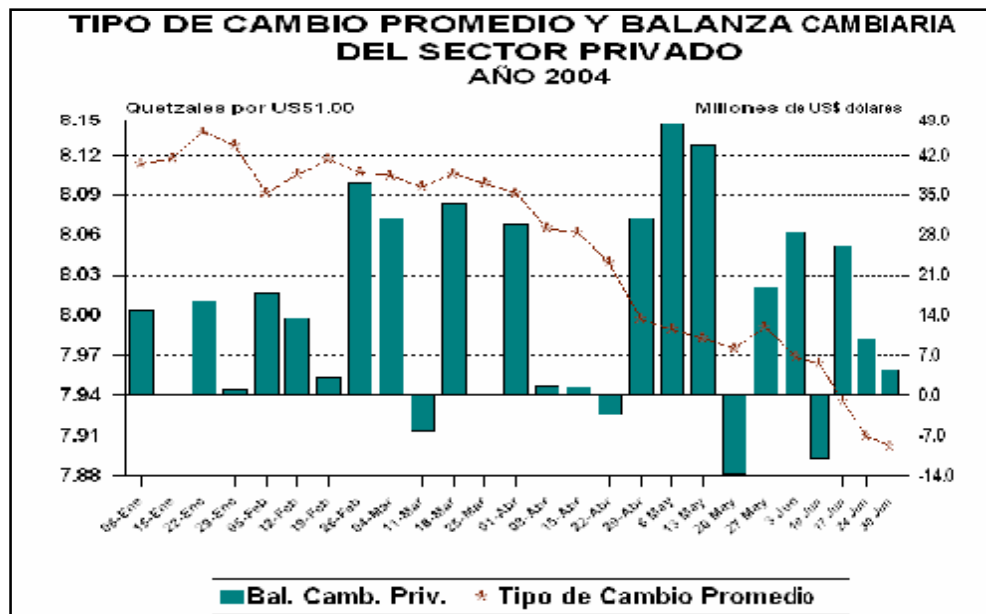


Cabe indicar que el flujo de divisas por concepto de capital privado de corto plazo, se puede asociar, en parte, a que las tasas de interés de paridad guatemaltecas son más atractivas que las tasas de interés de paridad de otros países del área centroamericana, tal como se puede observar en la gráfica siguiente.





Por su parte, si se analiza en forma conjunta los flujos de capital privado de corto plazo, las remesas familiares y otros flujos de capital, que en conjunto constituyen la balanza cambiaria privada, el superávit que dicha balanza ha presentado en los últimos años puede contribuir a explicar la tendencia de mediano plazo a la apreciación cambiaria.



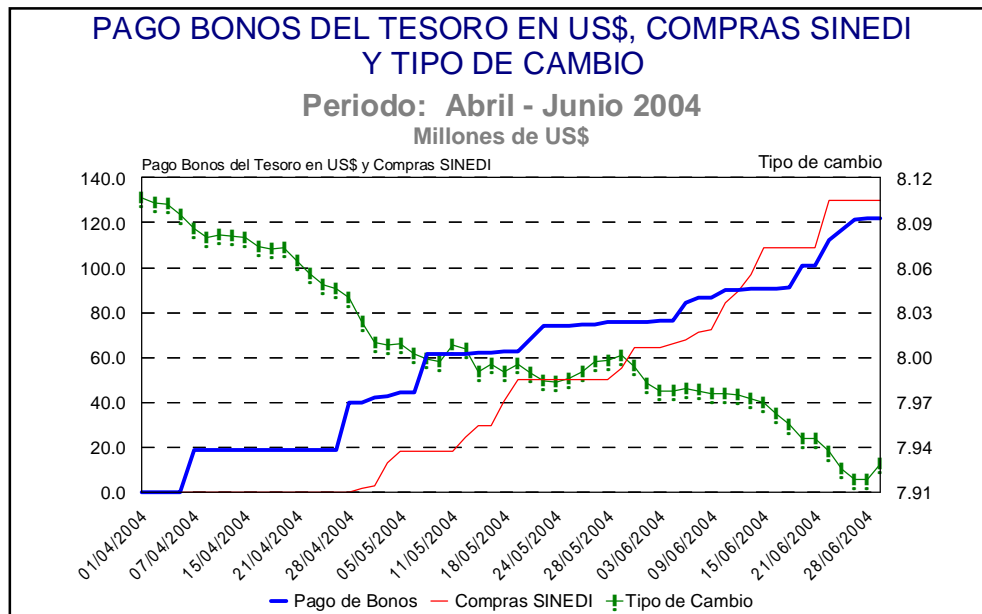
C. Pago neto de bonos expresados en dólares

Otro factor que pudo haber influido en el comportamiento del tipo de cambio en el segundo trimestre del año fue el pago neto en moneda extranjera de deuda bonificada por parte del Gobierno Central. En efecto, durante el periodo comprendido entre el 1 de abril y el 29 de junio se habían efectuado amortizaciones netas por un monto de US\$121.9 millones.

Al respecto, en el primer semestre de 2004 el Gobierno Central no realizó colocaciones de bonos en moneda extranjera, dado que no había certeza respecto de las operaciones de endeudamiento que éste podía efectuar, pues no existía una aprobación por parte del Congreso de la República para tal efecto. En consecuencia, en el semestre únicamente se realizaron amortizaciones de bonos en moneda extranjera, las cuales incrementaron la oferta de divisas en la economía, especialmente aquellas efectuadas a residentes, aspecto que



coadyuvó a la apreciación cambiaria a partir de abril. Adicionalmente, es importante indicar que las amortizaciones de los referidos bonos fueron realizadas en la fase en que la estacionalidad del tipo de cambio mostraba una tendencia hacia la apreciación, situación que también contribuyó a exacerbar el comportamiento del tipo de cambio nominal.



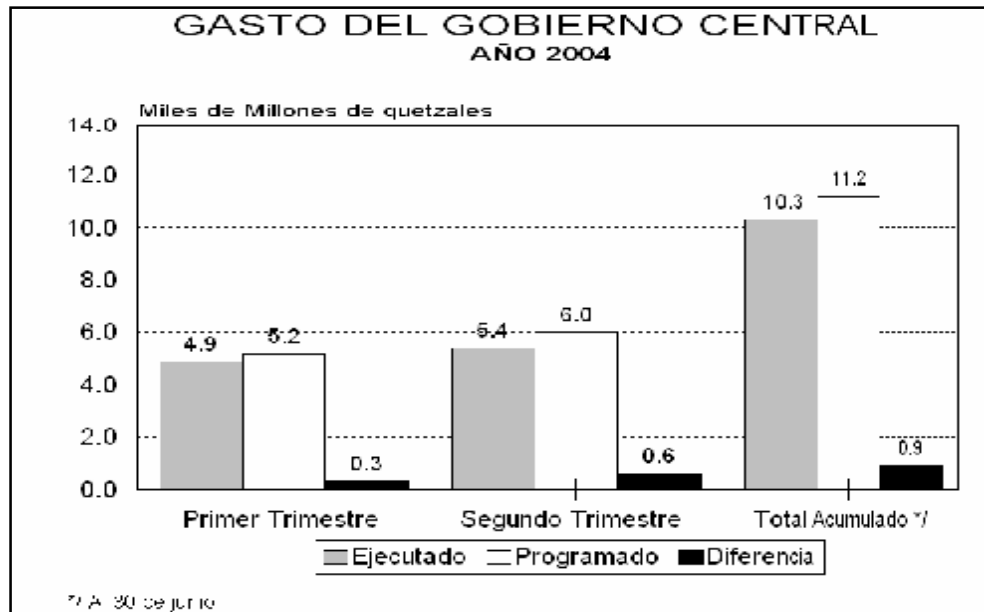
Es importante mencionar que debido a que el pago de deuda en dólares inyectó divisas al mercado, en la práctica dicho pago equivalía a una venta de Reservas Monetarias Internacionales del Banco Central. Al respecto, con el fin de evitar que dicha inyección de divisas al mercado introdujera volatilidad en el tipo de cambio, desde abril el Banco Central comenzó a participar en el SINEDI comprando divisas por un monto que, al 30 de junio, ascendió a US\$129.9 millones.

D. Contención del gasto público

Otro factor que explica la apreciación del tipo de cambio nominal es la contención del gasto público, ya que esta es una medida de restricción de la demanda agregada lo que, en teoría, provoca un aumento del ahorro nacional, lo que disminuye el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos; sin embargo,



al observar el comportamiento monetario, ese factor no debería ser tan importante porque lo que ha habido de contención de gasto público y se ha evitado monetizar por esa vía, ha sido compensado con una menor colocación de operaciones de mercado abierto por parte del Banco Central.



E. Expectativas

Por último, cabe mencionar que en el comportamiento del tipo de cambio nominal fue importante la formación de expectativas hacia la apreciación de dicha variable por parte de los agentes económicos. En efecto, tomando en cuenta las circunstancias prevalecientes en abril, época en que estacionalmente el tipo de cambio es más susceptible a la apreciación, combinado con los ingresos de capital privado y los pagos de deuda del gobierno, algunos agentes económicos pudieron haber tomado la decisión de prescindir de sus divisas, a fin de no incurrir en mayores pérdidas, dado que tenían la expectativa que la apreciación del tipo de cambio no se iba a contener, lo cual podría haber contribuido a acelerar más la apreciación de dicha variable⁴⁴.

⁴⁴ En la literatura económica este fenómeno se conoce como "especulación desestabilizadora". El término fue introducido por William Baumol en la década de los años setenta al analizar el tema de los tipos de cambio.



IV. OPCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

El ingreso masivo de capitales externos se traduce en una apreciación del tipo de cambio real, lo que pone en riesgo la competitividad de las exportaciones domésticas en los mercados internacionales y, además, puede generar la pérdida de empleos en el sector productor de bienes transables. Ante esa situación, muchos bancos centrales han implementado diversas medidas correctivas, las cuales se ven limitadas por el hecho de que los bancos centrales únicamente cuentan con instrumentos nominales de gestión monetaria, por lo que su grado de incidencia sobre el rumbo del tipo de cambio real es muy reducido en el mediano y largo plazos. No obstante, los expertos en la materia han propuesto una amplia gama de opciones de política económica, incluyendo algunas de naturaleza monetaria y cambiaria, para contrarrestar la tendencia a la apreciación cambiaria, las cuales se analizan a continuación.

1. Relajamiento de la política monetaria

Se ha propuesto como medida correctiva el relajamiento de la política monetaria interna, a fin de inducir una reducción de la tasa de interés doméstica que desincentive el ingreso de nuevos capitales y, simultáneamente, propicie la salida de capitales hacia otras economías. Esta medida se basa en el hecho de que la política monetaria interna más laxa tiende a eliminar el diferencial positivo de la tasa de interés interna con respecto a la tasa de interés internacional y elimina el exceso de moneda extranjera en el mercado cambiario doméstico, lo cual reduce la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio.

Esta propuesta implica que el banco central debe aceptar, en el mediano y largo plazos, una tasa de inflación más alta. Sin embargo, el hecho de tener que aceptar una mayor tasa de inflación revierte el resultado inicial de mantener la estabilidad del tipo de cambio real, el cual tendería a apreciarse y a disminuir la competitividad de las exportaciones domésticas en los mercados internacionales.

Cabe indicar que, además de la apreciación del tipo de cambio real mencionada, la mayor tasa de inflación también tiene el inconveniente de



propiciar una mala asignación de los recursos en la economía, lo cual se traduciría en una merma de la productividad y del crecimiento económico. Otro posible efecto pernicioso derivado de la aceptación de una tasa de inflación más alta es la ocurrencia de sustitución monetaria, es decir, que una moneda foránea pasa a sustituir a la moneda doméstica como medio de intercambio, lo cual reduciría ostensiblemente la capacidad del banco central para estabilizar la economía a través de la política monetaria. La sustitución monetaria, regularmente, es acompañada de una alta variabilidad de la demanda de dinero interno, lo cual podría propiciar una alta variabilidad de la tasa de interés interna y desestabilizar tanto al sector financiero interno como al sector real de la economía, especialmente a la inversión doméstica.

Como se puede apreciar, esta propuesta para reducir la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio tiene un horizonte muy limitado, ya que los efectos positivos de corto plazo se ven más que revertidos en el mediano y largo plazos.

2. Comprar dólares y esterilizar la emisión monetaria resultante

La mayoría de bancos centrales ha respondido a la apreciación del tipo de cambio, generada por el ingreso masivo de capitales foráneos, a través de la esterilización de esos flujos de capital. La esterilización de los ingresos de capital se sustenta en el uso intensivo de operaciones de mercado abierto para retirar los excedentes de liquidez generados por la adquisición de moneda extranjera por parte de la autoridad monetaria.

Sin embargo, la política de esterilización mencionada conduce a un incremento de la tasa de interés doméstica, lo que incentiva el ingreso de más capitales y eleva significativamente el costo de la política monetaria. Esto puede convertirse en un “círculo vicioso” que conduzca a la insostenibilidad de la política de esterilización.

Es necesario indicar que, para evitar que la política de esterilización se torne insostenible, es imprescindible que la misma cuente con un decisivo respaldo de la política fiscal. En efecto, la disciplina fiscal es necesaria



para que el costo de la estabilización monetaria y cambiaria no recaiga exclusivamente sobre la gestión monetaria, lo que, como se mencionó, propicia la insostenibilidad de esta última.

Cabe indicar que la restricción fiscal, al reducir la presión interna sobre la tasa de interés doméstica, coadyuva a eliminar el diferencial de tasas de interés que alimenta el ingreso de nuevos capitales y, además, posibilita el traslado de los costos de la esterilización monetaria a las cuentas fiscales, lo cual amplía el horizonte de operatividad de la gestión monetaria. Asimismo, la política fiscal restrictiva coadyuva a reducir la presión sobre el sector productor de bienes no-transables, lo que reduce la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, debe tenerse presente que, en el corto plazo, la naturaleza propia de los ingresos y gastos públicos suele imponer límites severos a la intensidad en la que la política fiscal puede tornarse restrictiva.

3. Liberalizar la cuenta capital de la balanza de pagos para provocar salida de capitales

Liberar los controles de capital previamente establecidos, con el propósito de provocar salida de capitales, es una medida que ha sido utilizada por muchos países en América Latina y Asia. Sin embargo, en algunos casos, los países que han liberado la cuenta de capital más bien han fomentado una entrada adicional de capitales, puesto que algunos inversionistas foráneos, que previamente se abstenían de ingresar sus capitales a cierto país por el riesgo de no poder repatriarlos, después de la liberación de la cuenta capital se ven incentivados a ingresar dichos capitales al país en cuestión.

Un efecto negativo de esta medida que expone al país a la entrada masiva de capitales es que aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero doméstico, que puede no estar adecuadamente desarrollado para tratar con la volatilidad de los flujos. La canalización de los fondos hacia actividades especulativas puede verse favorecida por una inadecuada supervisión prudencial. Por lo tanto, para llevar a cabo una opción de liberar los controles de capital, es necesario que los países cuenten con una infraestructura económica y financiera adecuada que evite poner en peligro la economía de un país.



En el caso de Guatemala esta medida tendría poca viabilidad en virtud de que, desde hace varios años, por mandato legal, ya no existen restricciones al movimiento de capitales.

4. Control directo al ingreso de capitales

La ineficacia de las políticas mencionadas para revertir, en presencia de una alta movilidad de capitales, la apreciación del tipo de cambio tanto real como nominal indujo a algunos bancos centrales a la adopción de controles directos sobre los ingresos de recursos foráneos, especialmente los flujos de corto plazo.

Los controles al ingreso de capital extranjero han sido implementados, en general, en tres modalidades básicas: un requerimiento de reserva no-remunerada sobre los préstamos extranjeros, un requerimiento mínimo de permanencia para las inversiones tanto extranjera directa como de portafolio y un impuesto al ingreso de recursos foráneos.

Cabe indicar que los controles mencionados buscan aislar a la economía doméstica de los efectos de la libre movilidad de capitales, lo que debe redundar en mayor autonomía monetaria, aspecto que le permite al banco central mantener un diferencial apropiado en la tasa de interés interna con respecto a la tasa de interés internacional. Esto, además, coadyuva a reducir los costos de la esterilización monetaria, a detener la apreciación de la moneda local y a reorientar el horizonte de los ingresos de capitales para que los mismos fuesen fundamentalmente inversiones de largo plazo.

En lo referente a la efectividad de los controles de capital, la evidencia empírica emanada de los países que han utilizado dichos controles indica que los mismos lograron modificar, aunque no significativamente, el horizonte de los recursos, es decir, que del total de los capitales que ingresaron, el porcentaje de capital de largo plazo aumentó con respecto a los de corto plazo.

Sin embargo, la efectividad de dichos controles, en la mayoría de países, fue transitoria, debido a que los agentes económicos evadieron los controles a través de la ingeniería financiera, especialmente con el uso de



productos financieros derivados. Otro de los factores que limitó la efectividad de los controles fue que los mismos no fueron aplicados universalmente a todos los flujos, lo que incidió para que esas regulaciones tendieran a perder su efectividad con el transcurso del tiempo.

La paulatina erosión de la efectividad de los controles a los ingresos de capital indujo a las autoridades a endurecer dichos controles, a lo que inversionistas respondieron con nuevas formas de evadir los mismos. Esto se convirtió en un círculo vicioso que introdujo severas distorsiones macroeconómicas que afectaron negativamente la productividad y el crecimiento de esas economías, sin que los capitales dejaran de fluir abundantemente. Ante esa situación, las autoridades decidieron remover definitivamente los controles al ingreso de capitales.

5. Disciplina fiscal y aumento del ahorro nacional

Los ingresos masivos de capital externo generan apreciación del tipo de cambio real. En tal sentido, las medidas correctivas deben promover una depreciación sostenida del tipo de cambio real para incentivar la competitividad de las exportaciones.

Al respecto, se propone incentivar el ahorro nacional de largo plazo. Cabe indicar que el ahorro nacional tiene dos vertientes: el ahorro público y el ahorro privado. En lo referente al ahorro público, es necesario promover la generación de superávit fiscales estructurales a través de la racionalización del gasto y del aumento de los ingresos fiscales. (Esto no impide que ocasionalmente se incurra en déficit fiscales para contrarrestar los movimientos cíclicos de la economía.)

En lo tocante al ahorro privado, es importante que la estructura tributaria se oriente a la promoción de dicho ahorro; es decir, que los impuestos graven preferentemente el consumo y no el ahorro. Además, la promoción del ahorro privado puede sustentarse en una reforma previsional que facilite la creación de fondos de pensiones que capten mayor ahorro de largo plazo de los agentes económicos privados.



La ventaja de promover el ahorro previsional consiste, por un lado, en que se reduce permanentemente la demanda de bienes no-transables, lo cual coadyuva a reducir la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real, mientras que, adicionalmente, las instituciones que administran los fondos mencionados podrían buscar en el exterior oportunidades de inversión que ofrezcan posibilidades de diversificación para los recursos que administran. En tal sentido, la búsqueda de inversiones en el exterior implicaría que dichas administradoras constituirían una demanda permanente de divisas en el mercado cambiario interno, lo cual promovería la depreciación del tipo de cambio nominal y real.

Sin embargo, la reforma previsional mencionada es una medida de largo plazo que requiere de importantes modificaciones de la legislación interna. Además, existe la posibilidad que se tenga que crear una estructura legal que obligue a las administradoras de fondos a invertir en el extranjero, con las regulaciones prudenciales del caso, una fracción de los recursos bajo su custodia. Esto se debe a que si esas empresas utilizan dicho ahorro para financiar inversiones domésticas, la posibilidad de que coadyuven a la depreciación cambiaria disminuye ostensiblemente.

6. Liberalización comercial

Esta medida es propuesta como un contrapeso al ingreso de capitales, es decir, como “válvula de escape” de los recursos externos que ingresan a la economía. El principal sustento teórico de la apertura y liberalización comercial consiste en que, aparte de promover la salida de divisas, también coadyuva a promover la eficiencia económica a través de la mejor asignación de los recursos económicos, lo cual propicia un aumento en la productividad y, por ende, en la competitividad de la economía doméstica.

Sin embargo, la apertura comercial como medida correctiva de la apreciación cambiaria, al igual que el resto de propuestas, no está exenta de problemas, ya que, por ejemplo, se menciona que la misma puede generar un incremento desmedido en el déficit de la cuenta corriente de la balanza pagos, el



cual, al revertirse el ingreso de capitales, puede tornarse insostenible y generar una crisis macroeconómica.

Otro de los inconvenientes que se esgrimen en contra de la apertura y liberalización comercial, especialmente en países en desarrollo con estadísticas poco sofisticadas, consiste en que dicha política no distingue entre protección real y nominal, por lo que la reducción indiscriminada de la protección nominal podría conducir a una excesiva desprotección en términos reales, lo que equivale a subsidiar a las empresas extranjeras en detrimento de la industria y el empleo doméstico, por lo que se recomienda que dicha apertura sea implementada con cautela; aspecto que le resta gran parte de su efectividad para corregir la apreciación cambiaria –real y nominal- generada por el ingreso masivo de capitales externos.

7. Consecuencias de la trinidad imposible de la macroeconomía abierta

La alta movilidad de capitales que experimenta la economía mundial es resultado del progreso tecnológico que ha propiciado la creación de nuevos y variados instrumentos financieros que ayudan a diversificar el riesgo y a reducir los costos de transacción en los mercados financieros. Además, el progreso tecnológico facilita la disponibilidad de información en tiempo real y a un bajo costo, lo cual ha propiciado una mayor interacción entre los diversos mercados financieros alrededor del mundo. Estos cambios han inducido un incremento tanto del volumen de recursos movilizados como de la velocidad en que éstos son transferidos de un país a otro.

Cabe indicar que, como la evidencia empírica lo corrobora, la alta movilidad de capitales incide, por un lado, en la operatividad de la gestión monetaria y, por el otro, en la adopción del régimen cambiario que complementa a toda política monetaria. En efecto, de la concatenación de los factores mencionados proviene el principio conocido como la “trinidad imposible de la macroeconomía abierta”, la cual establece que, en presencia de una alta movilidad de capitales no es posible adoptar un régimen de tipo de cambio fijo



simultáneamente con la implementación de una política monetaria independiente. Este postulado constituye una severa restricción a las políticas orientadas a afectar la trayectoria de mercado tanto del tipo de cambio nominal como del tipo de cambio real. Esto se debe a que las economías expuestas al problema de la trinidad imposible de la macroeconomía abierta no pueden utilizar simultáneamente dos anclas nominales, ya que esto podría propiciar la pérdida de ambas anclas nominales, lo que provocaría inestabilidad de la economía en su conjunto, debido a que el ancla nominal es un bien público sobre el que descansa la sostenibilidad de todos los esfuerzos de estabilización macroeconómica de una economía.

Es importante puntualizar que el problema de la “trinidad imposible” implica, como se mencionó, que la autoridad monetaria puede perder el control del ancla nominal, ya que, por ejemplo, cuando un país adopta un sistema de tipo de cambio fijo, el tipo de cambio es la variable exógena, es decir, es la variable a la cual el banco central le fija un valor y, por lo tanto, el resto de variables macroeconómicas, especialmente la oferta de dinero, se deben ajustar automáticamente a las condiciones prevalecientes en la economía, lo que puede imprimirles volatilidad.

Ello es así porque en un sistema de tipo de cambio fijo, la endogeneidad de la oferta monetaria significa que la misma está determinada por el resultado de la balanza de pagos, de lo que se deduce que, cuando la balanza de pagos experimenta un superávit, la autoridad monetaria tiene que adquirir en el mercado cambiario el exceso de moneda extranjera a cambio de moneda doméstica, es decir, el banco central aumenta la oferta monetaria. Por el contrario, cuando el sector externo incurre en déficit, el banco central debe proveer al mercado de moneda extranjera disminuyendo sus reservas internacionales, lo que implica una reducción de la oferta monetaria interna, debido a que los agentes económicos entregan al banco central moneda doméstica cuando adquieren las divisas que necesitan.

Lo mencionado significa, asimismo, que las entradas y salidas de capital foráneo se traducirán en aumentos y disminuciones de la oferta



monetaria interna, lo que propiciará, a su vez, una alta variabilidad en los precios y en la producción domésticos.

Además, cuando las salidas de capitales son significativas, la alta movilidad de capitales puede generar el agotamiento de las reservas monetarias internacionales del banco central e inducir a los agentes económicos a efectuar un ataque especulativo en contra de la moneda local, lo que, regularmente, se traduce en el abandono del sistema de tipo de cambio fijo. Por otro lado, cuando se presenta un excesivo ingreso de capitales externos, la economía en cuestión experimentará un severo proceso inflacionario acompañado de la apreciación del tipo de cambio real, lo que, al dañar a las exportaciones domésticas, puede inducir a las autoridades a abandonar la paridad cambiaria.

Por otra parte, los países que adoptan un esquema de objetivos explícitos de inflación pueden estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, lo cual repercute positivamente a las expectativas de los agentes económicos, aspecto que incide en la estabilidad macroeconómica de un país; sin embargo, el tipo de cambio debe fluctuar libremente para despejar las condiciones del mercado cambiario.

Como se puede apreciar, en presencia de una alta movilidad de capitales es imposible, al menos durante un horizonte significativo, mantener simultáneamente un sistema de paridades fijas y una política monetaria independiente que logre estabilizar los precios internos. Esto implica, a su vez, que los esfuerzos del banco central para modificar permanentemente, a través de las políticas mencionadas, la tendencia del tipo de cambio real hacia la apreciación, son bastante débiles y pueden exponer a la economía a una grave crisis macroeconómica, lo cual ha inducido a muchos analistas y gestores de la política económica de diversos países a proponer cambios de régimen monetario y cambiario que involucran la administración del tipo de cambio nominal, el control directo del ingreso de capitales o la dolarización de la economía.



8. Tipos de cambio administrados

Las restricciones impuestas por la trinidad imposible de la macroeconomía abierta implican que la implementación de las políticas tradicionales mencionadas no son efectivas para revertir la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real.

En el contexto descrito, en ocasiones se ha propuesto la adopción de un esquema de tipo de cambio administrado como una forma de inducir la depreciación del tipo de cambio real a través de devaluaciones discrecionales del tipo de cambio nominal. Esto, según sus proponentes, coadyuvaría a soslayar las restricciones impuestas por la trinidad imposible de la macroeconomía abierta y, por ende, reduciría la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real, lo cual fortalecería la competitividad de las exportaciones domésticas en los mercados internacionales.

Cabe indicar que el régimen de tipos de cambio administrados es una solución de compromiso entre el modelo de tipo de cambio fijo y el sistema de flotación, ya que aun cuando la paridad cambiaria se mantiene fija durante un horizonte determinado, el gobierno puede modificar discrecionalmente el tipo de cambio en respuesta a la información proveniente de un indicador que éste haya elegido. Es importante puntualizar que el indicador más utilizado para ajustar el tipo de cambio, bajo un régimen de tipo de cambio administrado, ha sido el diferencial de las tasas de inflación de la economía doméstica y del principal socio comercial.

El esquema de paridades administradas, como se mencionó, fue diseñado y adoptado con el fin de preservar la competitividad de la economía en un ambiente de estabilidad cambiaria. Esto significa que dicho modelo cambiario busca incorporar las principales ventajas atribuidas tanto al esquema de flotación como al de tipo de cambio fijo.

Sin embargo, la implementación del sistema de tipo de cambios administrado también puede entrañar costos para la economía, los cuales se deben sopesar con sus ventajas para poder extraer conclusiones válidas que respalden la adopción de dicho esquema cambiario.



En lo referente a los potenciales costos que entraña la adopción del sistema de tipo de cambio administrado destaca el problema conocido como “contradicción de instrumentos y objetivos”. Este problema es particularmente relevante en las condiciones actuales de alta interdependencia entre las diversas economías, debido a que la transmisión de un shock de una economía hacia el resto del mundo es sumamente rápida. Por ejemplo, un shock adverso en los términos de intercambio produce desempleo y déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para combatir el desempleo, el banco central debe reducir la tasa de interés a través de un aumento en la oferta monetaria; la reducción en la tasa de interés produce una salida de capitales que se traduce en una reducción de la oferta de dinero, es decir, produce el efecto opuesto al deseado por la autoridad monetaria, lo que implica que la política monetaria es ineficaz para reducir el desempleo. Sin embargo, el banco central podría aumentar la oferta de dinero y devaluar la moneda doméstica para reducir simultáneamente el desempleo y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este caso, la devaluación producirá, a través de la paridad no cubierta de la tasa de interés, un alza en la tasa de interés que contrastará con la reducción que en dicha tasa busca el banco central al aumentar la oferta de dinero para reducir el desempleo interno. Como se observa, el tratar de determinar simultáneamente la oferta de dinero y el tipo cambio significa que el banco central podría perder el ancla nominal, lo que produciría un aumento de la inflación y, por ende, una apreciación del tipo de cambio real, aspecto que contradice el objetivo fundamental por el cual habría sido implementado este sistema cambiario. Es importante recalcar que las condiciones actuales de la economía mundial aumentan la ocurrencia de este tipo de problemas, debido a que la interdependencia de las economías expone con mayor asiduidad a las economías pequeñas y abiertas -tomadoras de precios en los mercados internacionales- a los efectos adversos de shocks negativos en sus términos de intercambio.

Otro de los problemas que podría eliminar la efectividad del sistema de tipo de cambio administrado proviene del hecho de que éste endogeniza una tasa de inflación. Esto se genera debido a que las devaluaciones



periódicas elevan el costo de los insumos y otros bienes importados, lo que se traduciría en una mayor inflación interna. Sin embargo, el aumento en el costo de la vida producido por la mayor inflación podría inducir al sector laboral a reclamos de sucesivos aumentos salariales o incluso a una indexación de los salarios. El aumento recurrente de los salarios se traduciría en inflación inercial, lo que, a su vez, provocaría una apreciación del tipo de cambio real.

Como se puede apreciar, es muy probable que los beneficios derivados de la adopción de un régimen de tipo de cambio administrado sean temporales; sin embargo, los costos de dicha adopción pueden ser mucho mayores que sus beneficios, ya que es probable que ese sistema cambiario no sólo no pueda revertir permanentemente la apreciación del tipo de cambio real, sino que dicho sistema puede generar tasas de inflación altas y crecientes.

9. Dolarización

La persistencia de la apreciación tanto del tipo de cambio nominal como del real ha inducido a la propuesta de “dolarizar” la economía. El término dolarización significa que una moneda extranjera, en este caso el dólar de los Estados Unidos de América, reemplaza a la moneda doméstica en sus cuatro funciones básicas: medio de intercambio, reserva de valor, unidad de cuenta y patrón de pagos diferidos.

El reemplazo de la moneda doméstica por una moneda extranjera implica que ya no existe tipo de cambio nominal, por lo que se elimina la posibilidad de que exista apreciación cambiaria nominal. Esto, según los proponentes de la dolarización, reduciría la incertidumbre en las transacciones internacionales y, por lo tanto, coadyuvaría al fomento del comercio internacional.

Sin embargo, es importante puntualizar que, aunque la dolarización elimina el problema de la apreciación cambiaria nominal, no afecta el problema de la apreciación del tipo de cambio real, ya que esta clase de apreciación puede presentarse a través de un aumento en el precio de los bienes no-transables. Es importante puntualizar que, en el mediano y largo plazos, el tipo de cambio real, no el nominal, es el que determina la competitividad de una



economía en los mercados internacionales, lo que significa que la dolarización no garantiza en lo absoluto la eliminación del problema de la apreciación del tipo de cambio real.



Referencias Bibliográficas

1. Halwod, Paul and MacDonald, Ronald (2000). International Money and Finance
3rd. Edition, Blackwell Publishers
2. Krugman, Paul and Obstfeld, Maurice (1999). Economía Internacional,
Teoría y Política
Quinta Edición, Addison Wesley
3. Balassa, Bela (1964). The Purchasing-Power Parity Doctrine: A
Reappraisal
The Journal of Political Economy, Volume 72, Issue 6, pp. 584-596.



ANEXO 2

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES

A Junio de 2004 el FMI mantiene las estimaciones de crecimiento económico global en 4.6% para 2004⁴⁵. Este comportamiento se ve influido, entre otros factores, por el efecto de las políticas de estímulo, el mejoramiento en la situación del sector corporativo y las condiciones favorables de financiamiento.

Cabe indicar que estas previsiones suponen que durante el resto del año la política monetaria en Estados Unidos de América gire a una posición moderadamente restrictiva ante el probable surgimiento de presiones inflacionarias, iniciando aumentos en las tasas de interés en la segunda mitad de 2004, como sucedió el 30 de junio cuando la Reserva Federal aumentó la Tasa Objetivo de Fondos Federales en 25 puntos básicos. Por su parte, se espera que en la eurozona la política monetaria continúe el resto del año sin mayores cambios.

En el área fiscal, las políticas varían significativamente entre países, ya que mientras en Estados Unidos de América e Italia se espera que continúen expansionistas, en otras regiones se estima que permanecerán neutrales o medianamente contraccionistas.

En el contexto descrito, se prevé que en las economías avanzadas el producto global crezca en 3.5% (2.1% en 2003); en la eurozona la recuperación económica, aunque permanece activa, lo hace a un ritmo mucho más lento que en otras regiones y de esta cuenta se espera que crezca en 1.7%, mientras que en 2003 lo hizo en 0.4%. Como se ha indicado en reportes previos, la recuperación en esta región se basa fundamentalmente en la demanda externa, impulsada por el crecimiento en el comercio global. Por otro lado, cabe indicar que el crecimiento del consumo interno ha sido débil, lo cual genera incertidumbre en la sostenibilidad de la recuperación en esta área.

Para la economía japonesa se estima un crecimiento de 3.4%, que supera las expectativas y afianza la recuperación, luego que el año anterior la actividad creció en 2.7%. La recuperación de la economía japonesa se ve soportada por la

⁴⁵ FMI. World Economic Outlook. April 2004



demanda externa y por el incremento en la inversión privada, acompañada de una creciente rentabilidad en las corporaciones y la recuperación de los mercados accionarios.

Según el FMI, el desempeño reciente de la actividad económica en Japón sugiere que los problemas económicos que ha tenido por largo tiempo tienden a disminuir⁴⁶. La recuperación ha venido incrementando su ritmo y está expandiéndose, a la vez que las presiones deflacionarias ceden y la solidez del sistema bancario mejora.

En los países emergentes de Asia se mantiene la expectativa de que alcancen un crecimiento de 7.2% para 2004, similar al registrado el año previo. Dicho crecimiento estaría apoyándose en el incremento de la demanda doméstica y de las exportaciones. Los riesgos aparentes surgen de la aceleración de la actividad económica y el posible surgimiento de algunos desequilibrios financieros⁴⁷, circunstancia que podría inducir a que varios países restrinjan gradualmente sus políticas macroeconómicas el siguiente año. Por ejemplo, la República Popular China⁴⁸ que ha impulsado el comercio y coadyuvado al crecimiento regional, muestra rasgos incipientes de sobrecalentamiento.

En la Comunidad de Estados Independientes, según el FMI, se espera que el ritmo de crecimiento de la actividad económica alcance 6.0% (7.6% en 2003). Dicho comportamiento es resultado del retorno a niveles más sostenibles del consumo interno y de la inversión.

En el Medio Oriente, se espera que los países productores de petróleo crezcan en 4.2% (6.3% en 2003). Dicho comportamiento se explica por la restauración de la producción iraquí de petróleo esperada para este año; sin embargo, el nivel de desempleo en la región permanece alto y los desequilibrios fiscales son grandes en algunos países, con posibilidad de agravarse ante la reducción de ingresos por exportaciones de petróleo. Los países no productores de petróleo registran un crecimiento de 3.7% (3.0% en 2003) y sus condiciones

⁴⁶ Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI. Discurso en la Conclusión de su visita a Japón. Comunicado de Prensa 04/121. 22 de Junio 2004.

⁴⁷ Según el FMI existe riesgo que el crecimiento del crédito, impulsado por la acumulación de reservas internacionales, exacerbe desequilibrios financieros en los países con reversión cíclica más marcada.

⁴⁸ Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI. Discurso al Concluir su visita a la República Popular China. Comunicado de Prensa 04/126. 24 de Junio 2004.



macroeconómicas tienden a fortalecerse luego de la inestabilidad generada por la guerra en Iraq.

En América Latina, según la Comisión Económica para América Latina -CEPAL-, la mejoría en las perspectivas internacionales ha repercutido positivamente, esperando que la región continúe con la tendencia de crecimiento que muestra desde finales de 2003, lo que vendría a poner fin al “sexenio perdido” en Latinoamérica⁴⁹. El FMI, por su parte, espera que los países que crecerán más en la región son Venezuela con un 8.8%, impulsado por el alza en la producción de petróleo; seguido por Uruguay que se espera registre un crecimiento de 7.0%, impulsado, principalmente, por el desempeño del sector externo. Argentina, por su parte, seguirá en la senda de recuperación tras la crisis de 2001 y se espera que alcance un crecimiento de 5.5%. Chile, el país considerado como el más estable de la región crecería 4.6%; y las economías más grandes de la región, Brasil y México, se espera que registren crecimientos de 3.5% y 3.3%, respectivamente.

El comportamiento regional será apoyado por el crecimiento en el intercambio comercial a nivel mundial, que se estima crecerá en 6.8%, cuyo dinamismo se sustenta en la elevada demanda de Estados Unidos de América, de la Unión Europea y de la República Popular China; lo cual, al conjugarse con las depreciaciones observadas en las monedas locales con respecto a las monedas más importantes, beneficiará a las exportaciones latinoamericanas. Asimismo, se ha incrementado la demanda interna, influida por la disminución en las tasas de interés y en el retorno de la confianza por parte de los agentes económicos.

En el caso de los países africanos se espera un crecimiento de 4.2% en el conjunto de sus economías. Es importante notar el progreso que se ha logrado en los países del Sub-Sahara, particularmente en el fortalecimiento de las políticas macroeconómicas en los años recientes y en el alivio en la carga de la deuda externa que se logró por medio de la iniciativa de los Países Pobres Altamente

⁴⁹ Proyecciones de América Latina y el Caribe, 2004, CEPAL 31/05/04



Endeudados. Cabe indicar que las tasas de crecimiento estimadas para este año no se habían alcanzado desde los años setenta en esta región.

Desequilibrios macroeconómicos derivados de una política para contener la apreciación de la moneda nacional

-El Caso de las Economías Emergentes de Asia-

A partir de 2002 algunas economías asiáticas han participado en el mercado cambiario, con el objetivo de contener la apreciación de sus monedas con respecto al dólar estadounidense y así conservar la competitividad de sus exportaciones. Efectivamente, estas economías han registrado significativas tasas de crecimiento económico, apoyadas ampliamente en las exportaciones hacia economías avanzadas, lo que se debe a un aumento de competitividad derivado de diversos factores, como el bajo costo de obra en la República Popular China, la tecnología sofisticada del Japón y, en algunos casos, el mantenimiento de un tipo de cambio subvaluado.

En lo que se refiere al manejo cambiario, es importante notar que si bien este tipo de políticas pueden contribuir en el corto plazo a “aumentar” la competitividad de las exportaciones, también lo es que dicha opción de política conlleva diversos riesgos que surgen de la imposibilidad de implementar una política monetaria independiente, pues el objetivo de la estabilidad en el nivel general de precios termina siendo relegado a un segundo plano. En este sentido, el efecto inmediato de la administración del tipo de cambio es una rápida acumulación de reservas que impacta el crecimiento del crédito interno vía el incremento en la oferta monetaria doméstica.

En el caso de la República Popular China se empiezan a notar signos de sobrecalentamiento. En efecto, la subvaluación del yuan chino (anclado al dólar estadounidense desde 1995), si bien pretende apoyar la competitividad de las exportaciones, es un factor que ha ocasionado un *boom* de crédito interno y ha contribuido a crear las presiones inflacionarias que actualmente se registran en dicho país. En ese sentido, evitar la revaluación del yuan chino ha implicado una significativa acumulación de reservas monetarias internacionales y, consecuentemente, una monetización orgánica que ha propiciado el acelerado crecimiento del crédito al sector privado.

Adicionalmente, cabe indicar que la esterilización de emisión primaria por parte del banco central ha disminuido derivado de que, como resultado de las aludidas presiones inflacionarias, los inversionistas están a la espera de un incremento en las tasas de interés de las operaciones monetarias. Esta situación presenta un dilema de política para las autoridades monetarias del referido país, ya que si bien el incremento en tasas de las operaciones de mercado abierto ayudaría a contener el sobrecalentamiento de la economía, motivaría una mayor entrada de capitales, con el consecuente incremento en las reservas monetarias internacionales, lo que otra vez generaría presiones inflacionarias por el mecanismo ya descrito, lo que se traduciría en un círculo vicioso de entrada de capitales-inflación-entrada de capitales. Esta situación se complica, si se toma en cuenta que en la actual coyuntura de política económica, la autoridad monetaria china, al evitar la revaluación del yuan estimula la entrada de capitales especulativos, ya que los inversionistas “apuestan” a que eventualmente la moneda se apreciará y obtendrán ganancias cambiarias, por lo que proceden a invertir en bienes inmuebles o en inversiones financieras en moneda local.

Por otra parte, cabe indicar que otro problema macroeconómico, asociado a la adopción de la política mencionada, es que el acelerado crecimiento del crédito podría poner en riesgo la solidez del sistema financiero chino, al propiciar que los créditos otorgados durante este *boom* aumenten riesgosamente el nivel de la cartera con problemas.

En el contexto descrito y ante el deseo de las autoridades de recuperar la capacidad de la política monetaria para la estabilización interna, el FMI y otros organismos financieros internacionales estiman que las autoridades chinas deberán redefinir una nueva paridad, permitiendo algún porcentaje de revaluación.

Referencia.
FMI. World Economic Outlook, April 2004.
The Economist. Varios artículos.



ANEXO 3

I. ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE LOS GRUPOS FINANCIEROS AUTORIZADOS POR LA JUNTA MONETARIA

Con base en el Artículo 116, del Decreto 19-2002 del Congreso de la República, Ley de Bancos y Grupos Financieros⁵⁰, al 30 de junio de 2004, la Junta Monetaria había autorizado 14 grupos financieros, cuya estructura administrativa abarca a 74 entidades, que incluye 14 bancos, 11 entidades *off shore*, 14 casas de bolsa, 10 sociedades financieras privadas, 8 empresas emisoras de tarjetas de crédito, 4 empresas de arrendamiento financiero y factoraje, 4 compañías aseguradoras, 4 almacenes generales de depósito, 2 compañías afianzadoras, 1 casa de cambio, 1 empresa operadora de remesas familiares y 1 empresa de apoyo al crédito para el consumo. Cabe agregar, que el artículo 113 de la referida ley establece en lo conducente, que las entidades *off shore* que no obtengan autorización de la Junta Monetaria para su funcionamiento o que una vez autorizadas para funcionar incumplieren los requisitos que dieron lugar a dicha autorización, no podrán realizar intermediación financiera en Guatemala, ni directamente ni por medio de terceros. En congruencia con lo anterior, el Reglamento para la Autorización de Funcionamiento de las Entidades Fuera de Plaza (*off shore*) aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-285-2002, del 15 de noviembre de 2002, establece en su artículo 12 que las entidades *off shore* podrán realizar en Guatemala, únicamente en moneda extranjera, las operaciones que les permita realizar la licencia que les haya sido extendida en el país de su constitución y que sean legalmente permitidas en Guatemala.

El detalle de las entidades que integran los referidos grupos financieros se presenta en el cuadro siguiente:

⁵⁰ Grupo financiero es la agrupación de dos o más personas jurídicas que realizan actividades de naturaleza financiera, de las cuales una de ellas deberá ser banco, entre las cuales existe control común por relaciones de propiedad, administración o uso de imagen corporativa, o bien sin existir estas relaciones, según acuerdo, deciden el control común (primer párrafo del artículo 27 Ley de Bancos y Grupos Financieros).



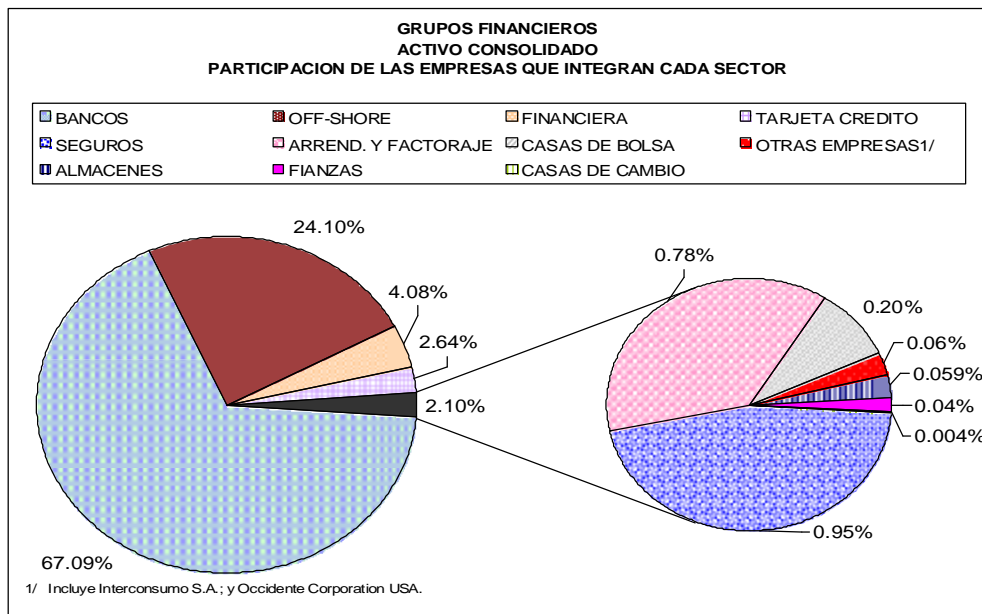
GRUPOS FINANCIEROS AUTORIZADOS POR JUNTA MONETARIA
Al 30 de junio de 2004

No	GRUPO FINANCIERO	EMPRESAS DEL GRUPO										Empleados	Oyentes										
		Banco-Empresa Responsable	Sociedades Financieras	Cajas de Cambio	Almacenes Generales de Depósito	Compañías Aseguradoras	Compañías Afiliadas	Emisoras de Tarjetas de Crédito	Administración Financiera y Fidejato	Casa de Bolsa	Entidades Financieras Off-Shore			Oyentes									
1	De Occidente JM-81-2003 del 04/07/2003	Banco de Occidente, S.A.	Financiera De Occidente, S.A.			Seguros De Occidente, S.A.	Finanzas De Occide inc. S.A.	Servicios Gabailes, S.A.		Assores Barciles de Occidente, S.A.	Occidente International Corporation USA												
2	Corporación BI JM-82-2003 del 04/07/2003	Banco Industrial, S.A.	Financiera Industrial, S.A.	Mercado Cambiario S.A.	Almacenes Generales, S.A. Almacenamiento Integrado, S.A.	Seguros El Roble, S.A.	Finanzas El Roble, S.A.	Compañía de Inversión de Inversión, S.A.		Mercedo de Transacciones, S.A.	Westras Bank International Limited												
3	SCI JM-83-2003 del 04/07/2003	Banco SCI, S.A.	Financiera De Capital, S.A.							Sociedad de Corretaje de Inversiones en Valores, S.A.													
4	BANQUETZAL JM-84-2003 del 16/07/2003	Banco del Quetzal, S.A.						Singera, S.A.		Consersa, S.A.	Investment & Finance Bank Limited												
5	Agronomicam JM-85-2003 del 23/07/2003	Banco Agronomicam de Guatemala, S.A.	Financiera Agronomicam, S.A.					Tarjeta Agronomicam, S.A.	Recursos Inmobiliarios y Servicios Diversos Especializados, S.A.	Agrovalores, S.A.	Mercam Bank Ltd.												
6	Cuscatlan JM-86-2003 del 23/07/2003	Banco Cuscatlan de Guatemala, S.A.						Tarjetas Cuscatlan, S.A.	Leasing Cuscatlan de Guatemala, S.A.	Cuscatlan Valores, S.A.	Cuscatlan Bank & Trust Limited												
7	BANEX-FIGSA JM-106-2003 del 30/07/2003	Banco de Exportación, S.A.	Financiera Guatemalteca, S.A.							BANEX Valores, S.A.	BANEX International Bank Corp.												
8	BACCREDOMATC JM-108-2003 del 15/08/2003	Banco de America Central, S.A.				Seguros Alianza, S.A.		Credomat de Guatemala, S.A.	Negocios y Transacciones Institucionales, S.A.	Bac Valores Guatemala, S.A. Activos y Pasivos preautodet. S.A.	Bac Bank Inc.												
9	G&T Continental JM-140-2003 del 22/10/2003	Banco G&T Continental, S.A.	Financiera Industrial y Agropecuaria, S.A. Financiera Ganal & Towns, S.A.					Tarjetas de Crédito de Guatemala S.A. G&T Creditcard, S.A.		G&T Continental, S.A. Asesoría en Valores, S.A. Comvalores, S.A.	GTC Bank Inc.												
10	De la Republica JM-143-2003 del 05/11/2003	Banco de la Republica, S.A.									The Oxy Bank, Ltd.												
11	Reformador JM-150-2003 del 09/12/2003	Banco Reformador, S.A.	Financiera Reforma, S.A.								Transcom Bank (Guatemala) Limited												
12	Grupo Financiero del Pais JM-159-2003 del 03/12/2003	Banco del País, S.A.	Financiera del País, S.A.		Almacenes del País, S.A.	Seguros del País, S.A.				Valores del País, S.A.	Bancale International Bank, Ltd.												
13	Banco Internacional JM-19-2004 del 05/02/04	Banco Internacional, S.A.			Almacenes Internacional, S.A.					Internacional Casa de Bolsa, S.A.		Intercoms, S.A. (préstamos para consumo)											
14	De Inversión JM-38-2004 del 28/04/2004	Banco Americano, S.A.	Financiera de Inversión, S.A.																				
		Totales										14	10	1	1	4	4	2	8	1	14	11	2

NOTA: Ningún grupo ha optado por organizarse bajo el control común de una empresa controladora.



A manera de ilustración, cabe comentar que, con base en la información que los catorce grupos financieros reportaron en la solicitud que presentaron a la Superintendencia de Bancos para tramitar su autorización, se estableció que el activo consolidado de dichos grupos ascendía a Q72.0 millardos, de ese total 67.09% corresponde a bancos; 24.10% a entidades fuera de plaza (*off shore*); 4.08% a sociedades financieras privadas; 2.64% a empresas emisoras de tarjetas de crédito; 0.95% a compañías de seguros; 0.78% a empresas de arrendamiento financiero y factoraje; 0.20% a casas de bolsa; 0.06% a almacenes generales de depósito; 0.04% a compañías de fianzas; 0.004% a casas de cambio; 0.002% a una operadora de remesas familiares; y, 0.004% a una empresa de apoyo al crédito para el consumo.



Respecto al tamaño de las entidades *off shore*, según los principales rubros del balance general que dichas entidades reportaron en la solicitud que presentaron a la Superintendencia de Bancos al momento de tramitar su autorización para funcionar en el país, se estableció que el activo consolidado de las 11 entidades ascendía a Q17.4 millardos, distribuido en la forma que figura en la gráfica siguiente:

