

BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT- 2/2007



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
JUNIO DE 2007

Guatemala, agosto de 2007

ÍNDICE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2007

I.	RESUMEN EJECUTIVO	1
A.	ASPECTOS GENERALES	1
B.	ASPECTOS EVALUATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	2
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	5
A.	SECTOR EXTERNO	5
1.	Evolución de los precios internacionales del petróleo y del maíz	5
2.	Balanza Comercial a junio de 2007	10
3.	Reservas monetarias internacionales netas	17
4.	Tipo de cambio nominal	19
B.	SECTOR REAL	20
1.	Índice Mensual de la Actividad Económica	20
2.	Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados	21
C.	SECTOR FISCAL	22
1.	Análisis de la ejecución presupuestaria	22
2.	Deuda pública	25
a)	Interna	25
b)	Externa	26
D.	SECTOR FINANCIERO	27
1.	Liquidez bancaria	27
a)	En moneda nacional	27
b)	En moneda extranjera	29
2.	Medidas temporales de flexibilización del encaje bancario	30
3.	Entidades fuera de plaza (<i>offshore</i>)	33



	a)	Captaciones	33
	b)	Crédito al sector privado	35
III.		EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	36
A.		META DE INFLACIÓN	36
	1.	Índice de Precios al Consumidor -IPC-	36
	2.	Inflación subyacente	40
	3.	Inflación importada	41
	4.	Proyección econométrica de inflación para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008	42
	5.	Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural	42
	a)	Diagrama de abanico	43
	b)	Balance de riesgos	44
B.		TASAS DE INTERÉS	45
	1.	De operaciones de estabilización monetaria	45
	a)	En moneda nacional	45
	b)	En moneda extranjera	50
	2.	Limitaciones de los cupos de captación y del mecanismo de transmisión de la política monetaria	51
	3.	Tasa de interés parámetro	52
	4.	Tasa de interés pasiva de paridad	53
	5.	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	55
	a)	En moneda nacional	55
	b)	En moneda extranjera	56
C.		LIQUIDEZ PRIMARIA	58
	1.	Emisión monetaria	58
	a)	Monetización externa	60
	b)	Activos internos netos	61
		i) Posición con el sector público	61
		ii) Posición con bancos y financieras	61
		iii) Gastos y productos	62



iv)	Operaciones de estabilización	62
2.	Base monetaria amplia	62
D.	MEDIOS DE PAGO	64
E.	CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	65
1.	Tasa de crecimiento	65
2.	Cartera crediticia por actividad económica	67
a)	Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros	68
b)	Crédito concedido para el comercio	69
c)	Crédito concedido para la construcción	70
d)	Crédito concedido para la industria manufacturera	71
3.	Calidad de la cartera crediticia	72
4.	Préstamos nuevos	74
5.	Estimación econométrica de la demanda de crédito bancario al sector privado	74
F.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	76
G.	EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	78
H.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	79
1.	Evolución al primer semestre de 2007	79
IV.	AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	82
A.	COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO	82
B.	TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	83
V.	RECOMENDACIÓN	84
	ANEXOS	86

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2007

I. RESUMEN EJECUTIVO

A. ASPECTOS GENERALES

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 emitida el 28 de diciembre de 2006, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, en la que se estableció una meta de inflación de 5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2007 y de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2008.

La implementación de la política monetaria en 2007, es consistente con el desarrollo de un esquema de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de dicha política y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio nominal flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

Al finalizar el primer semestre de 2007, el ritmo inflacionario, en un marco de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, se ubicó en 5.31%, porcentaje inferior en 2.24 puntos porcentuales al observado en junio de 2006 (7.55%) y en 0.48 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2006 (5.79%).

Cabe señalar que en presencia de choques de oferta asociados a incrementos en los precios del petróleo-derivados y del maíz, así como a factores de demanda derivados de excedentes de liquidez, se consideró prudente tomar medidas de ajuste por la vía monetaria con el propósito de moderar las expectativas inflacionarias, por lo que la Junta Monetaria resolvió aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria en dos ocasiones: el 28 de marzo de 5.00% a 5.25% y el 25 de abril de 5.25% a 5.50%.

Los referidos ajustes persiguieron enviar un mensaje a los agentes económicos acerca del compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.



Por último, se considera importante destacar que en el primer semestre de 2007, el nivel de reservas monetarias internacionales mostró un importante aumento, el cual se asocia principalmente a desembolsos de empréstitos del sector público con el exterior; el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, mostrando un comportamiento, en general, consistente con su estacionalidad; el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo en términos absolutos y en términos del PIB, derivado, principalmente, del crecimiento récord registrado en las exportaciones; la evolución de la actividad económica medida por el Índice Mensual de Actividad Económica mostró un comportamiento más dinámico que el registrado en el primer semestre de 2006; el crédito bancario al sector privado siguió mostrando tasas de crecimiento interanuales por encima del límite superior del corredor programado, aunque en menor intensidad; las tasas de interés tanto de corto plazo como de largo plazo mostraron un comportamiento estable, no obstante la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema, uno en octubre de 2006 y otro en enero de 2007; y, las principales calificadoras internacionales de riesgo emitieron opinión favorable acerca del desempeño macroeconómico del país (véase Anexo 1).

B. ASPECTOS EVALUATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la Política Monetaria Cambiaria y Crediticia para 2007 se explicitan los principios que rigen la participación del Banco Central en los mercados monetario y cambiario, la cual debe realizarse enfocándose en el objetivo fundamental, cual es la estabilidad en el nivel general de precios.

En lo atinente al nivel general de precios, al finalizar el primer semestre de 2007 el ritmo inflacionario se situó en 5.31%, dentro de la meta de 5% +/- 1 punto porcentual, aun cuando el precio internacional del petróleo y sus derivados, así como los del maíz permanecieron altos. Cabe señalar que la reducción del ritmo inflacionario de diciembre de 2006 a junio del presente año, se debió al mantenimiento de la disciplina monetaria, apoyada notablemente por la disciplina fiscal mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por encima de lo programado.



En cuanto al mercado monetario, la participación se ha realizado privilegiando el uso de operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado. Al respecto, aun cuando el programa monetario a junio del presente año muestra un desvío importante en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado, cabe destacar que, en un contexto de coordinación de las políticas monetaria y fiscal, el efecto monetizante derivado del citado desvío fue contrarrestado casi en su totalidad por el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala. No obstante, la reducción del saldo de las cuentas de encaje bancario en los primeros meses del año, derivada del incremento en el coeficiente de preferencia de liquidez de los agentes económicos, si bien se redujo a partir de mayo, ha incidido en que el desvío de la emisión monetaria se mantuviera en promedio en alrededor de Q1,396.0 millones durante el primer semestre del año. Lo anterior, también podría estar asociado a una tasa de interés pasiva promedio ponderado que ha sido negativa en términos reales. Desde un punto de vista prospectivo, se considera necesario fortalecer el marco operativo para la realización de operaciones de estabilización monetaria, lo que permitirá mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y, por consiguiente, elevar la efectividad de la misma.

En lo concerniente al mercado cambiario, en un contexto de flexibilidad cambiaria en el que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el referido mercado, no se observó volatilidad en la citada variable, por lo que la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario no se activó.

En el ámbito externo, durante el primer semestre de 2007 la gestión de la política monetaria estuvo influenciada por la tendencia al alza en el precio internacional del petróleo. En efecto, entre el 31 de diciembre de 2006 y el 29 de junio de 2007 el citado precio internacional se incrementó US\$9.63 (15.8%), al pasar de US\$61.05 por barril en diciembre de 2006 a US\$70.68 por barril en junio de 2007, como resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de la especulación en el mercado bursátil.

Como consecuencia del alza en el precio internacional del petróleo y sus derivados, los Estados Unidos de América, en la búsqueda de nuevas fuentes de energía, ha promovido el uso de etanol como carburante,



utilizando como materia prima el maíz, lo que ha provocado un alza en el precio internacional de dicho producto desde octubre de 2006. El incremento del precio internacional tanto del petróleo como del maíz, se convirtió en el primer semestre de 2007 en una fuente de presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

Uno de los principales riesgos que caracterizaron el panorama económico mundial en el primer semestre de 2007 es el relativo a la volatilidad que generó en los mercados financieros internacionales la desaceleración en la tasa de crecimiento económico de los Estados Unidos de América, aspecto que también ha incidido en las expectativas de los agentes económicos que operan en dichos mercados y en el de bienes, la cual podría extenderse para el segundo semestre del presente año. En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional -FMI- estima que la economía mundial crecerá 5.2% en 2007 (5.5% en 2006). En esta estimación influye la desaceleración prevista en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América de 3.3% en 2006 a 2.0% en 2007, lo cual es relevante dado que dicho país es el principal socio comercial de Guatemala, por lo que, eventualmente podría incidir en el comportamiento de la actividad económica del país, aunque en las actuales circunstancias un escenario de este tipo se considera poco probable, dado que para otros socios comerciales se prevé tasas de crecimiento positivas.

En el ámbito interno, durante el primer semestre de 2007, la política monetaria estuvo apoyada por el desempeño de la política fiscal y por la formación de expectativas positivas de crecimiento de la actividad productiva por parte de los agentes económicos, derivadas del citado comportamiento de la economía mundial, así como de los niveles previstos de inversión, asociados, entre otros factores, al Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América y Centroamérica y la República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

Finalmente, es pertinente mencionar que se efectuó una revisión de la tasa de crecimiento económico para 2007, elevándola de 5.2% a 5.6%, (véase Anexo 2) como resultado, en el orden externo, del dinamismo de las exportaciones, las cuales alcanzaron un nivel récord a junio de 2007, asociado, entre otros factores, a los beneficios del Tratado de Libre Comercio con los

Estados Unidos de América; y, en el orden interno, del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, debido a la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, de la mejora del clima de negocios y de las mejores expectativas de los agentes económicos.

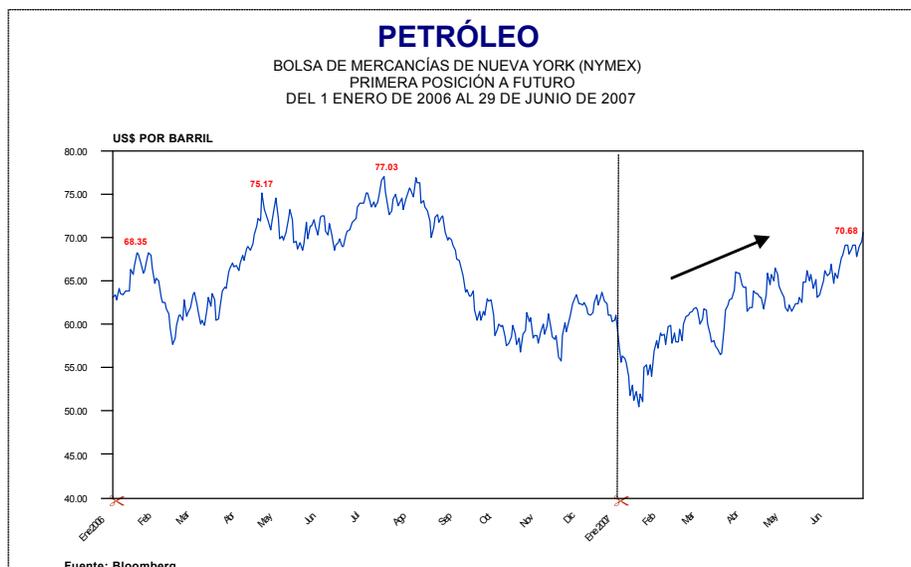
II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. Evolución de los precios internacionales del petróleo y del maíz

Durante el primer semestre de 2007, el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$61.60, inferior al precio promedio registrado en igual período de 2006 (US\$67.09 por barril); sin embargo, se registró una tendencia creciente, hasta alcanzar un máximo de US\$70.68 por barril, el 29 de junio. Es importante puntualizar que, la evolución del precio internacional del petróleo durante el primer semestre de 2007 fue el resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de la especulación en el mercado del crudo.

A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento del precio internacional del petróleo desde enero de 2006.



En el contexto descrito *Global Insight*, empresa dedicada al análisis del mercado del petróleo, en un escenario base, proyecta que el precio



internacional del barril de petróleo se mantendría en niveles de alrededor de US\$66.00 por barril en 2007.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando volatilidad, debido a su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y en la demanda del mismo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida entre la oferta y la demanda (0.65 millones de barriles en 2006) e indica que para que el precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diarios. Al respecto, *Global Insight* prevé para 2007 que la demanda mundial de crudo podría crecer 1.7 millones de barriles diarios, lo que situaría la demanda total en 86.12 millones de barriles diarios, en tanto que la oferta total se proyecta en 85.73 millones de barriles diarios; de esa cuenta, se registraría un déficit de 0.39 millones de barriles diarios, el cual deberá ser cubierto mediante la utilización de inventarios existentes en los países consumidores.

PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
Millones de barriles diarios

		2005	2006 ^{p/}	2007 ^{py}
OFERTA	MIEMBROS OPEP ^{1/}	34.24	34.32	35.70
	NO MIEMBROS OPEP	50.25	50.80	50.03
	TOTAL OFERTA	84.49	85.12	85.73
DEMANDA	OECD ^{2/}	49.64	49.22	49.57
	RESTO DEL MUNDO	34.05	35.25	36.55
	TOTAL DEMANDA	83.69	84.47	86.12
BALANCE GLOBAL		0.80	0.65	-0.39

p/ cifras preliminares

py/ cifras proyectadas

^{1/} Organización de Países Exportadores de Petróleo (12 países productores)

^{2/} Organisation of Economic Cooperation and Development (30 países industrializados)

Fuente: Global Insight (junio 2007).

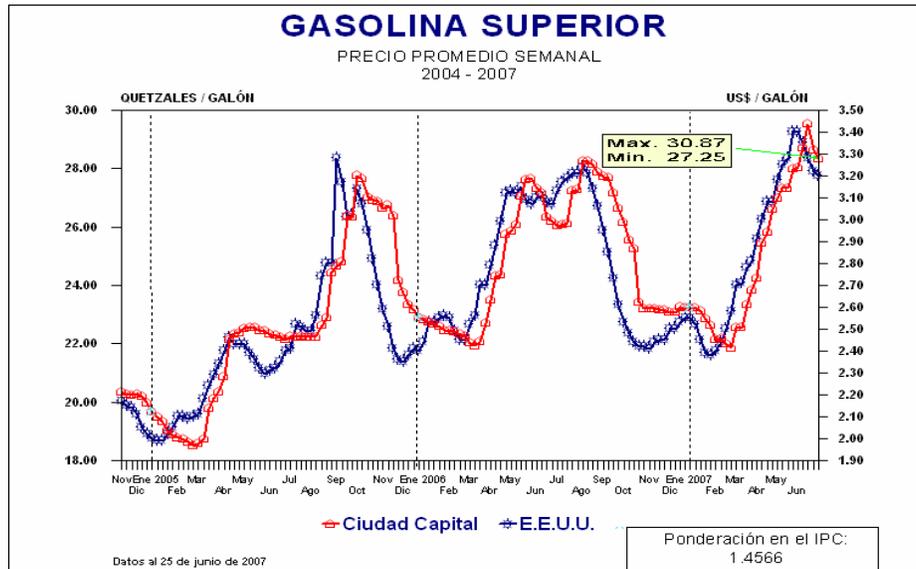
Es importante mencionar que, según expertos internacionales, los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- estarían dispuestos a analizar un incremento en la producción hasta octubre del presente año. En este escenario, lo más probable es que durante el tercer trimestre de 2007 se produzca una reducción en el nivel de inventarios de los países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, por sus siglas en inglés), situación que estaría contribuyendo a moderar la volatilidad en el precio



internacional del crudo. De igual manera, para el cuarto trimestre de 2007 se prevé una caída mayor en el nivel de los inventarios, escenario en el que el precio del petróleo podría situarse en aproximadamente US\$70.00 por barril y en caso que la OPEP decida incrementar su producción el precio podría descender a US\$65.0 por barril a finales de año.

Dada la limitada capacidad de los países no miembros de la OPEP para incrementar su producción y en caso el volumen de la demanda continúe sin ser afectado por los altos precios, las acciones de la OPEP y sus expectativas con respecto al precio del petróleo serán los elementos determinantes en el mercado petrolero internacional en lo que resta del año.

En el contexto descrito, el incremento del precio internacional del petróleo durante el primer semestre de 2007, se situó, como se indicó, por debajo del registrado el año pasado (el nivel histórico más alto fue de US\$77.03, el 14 de julio de 2006). No obstante que el precio internacional del petróleo no alcanzó en el primer semestre de 2007 los valores del año previo, varios de sus principales derivados, especialmente las gasolinas y el diesel, registraron una marcada tendencia al alza, principalmente la gasolina superior, hasta alcanzar un precio de US\$3.40 por galón en los Estados Unidos de América (el 21 de mayo de 2007) y de Q30.87 por galón en el área metropolitana de Guatemala (el 18 de junio de 2007). Entre las principales causas de la referida tendencia al alza se encuentran: la volatilidad en el precio internacional del petróleo, generada por el estrecho margen entre la oferta y la demanda del crudo; y, la menor capacidad de refinamiento, especialmente por parte de los Estados Unidos de América, debido a labores de mantenimiento y reparación en algunas plantas.



En el marco descrito, cabe mencionar que como consecuencia de la incidencia negativa generada por el alza del precio internacional del petróleo y sus derivados, algunos países entre los que destaca los Estados Unidos de América, han promovido el uso de etanol como carburante, utilizando como materia prima el maíz, situación que ha provocado un alza en el precio internacional de ese grano, al extremo de que en febrero del presente año, según la Bolsa de Chicago, el quintal de maíz se cotizó en alrededor de US\$8.00. En marzo y abril, la tendencia alcista se revirtió; sin embargo, en mayo y junio el precio nuevamente se incrementó levemente, como se ilustra en la gráfica siguiente.



RECUADRO 1

BIOCOMBUSTIBLES: DESARROLLOS RECIENTES

La volatilidad del precio internacional del petróleo en los últimos años, así como la preocupación por el tema del medio ambiente han renovado el interés por el uso de los biocombustibles (combustibles que se derivan de cualquier recurso biológico o biomasa renovable). Lo anterior, ha propiciado que los precios internacionales de las materias primas para la fabricación de biocombustibles (maíz, caña de azúcar y soya, principalmente), reflejen un incremento significativo.



Cabe señalar que la producción de biocombustibles se concentra principalmente en los Estados Unidos de América, en Europa, en el Sudeste Asiático, en la República Popular China y en Brasil. Los biocombustibles más comunes son: el etanol de maíz (Estados Unidos de América), el de caña de azúcar (Brasil), el biodiesel de soya (Estados Unidos de América) y el de canola (Unión Europea).

La producción de etanol ha pasado de 4 millones de galones a 10 millones de galones en el período 1990-2006 (más de 250% de aumento), debido principalmente a la mayor producción en los Estados Unidos de América y en Brasil (que en conjunto representan el 70% de la producción mundial). Por su parte, la producción mundial de biodiesel pasó de un nivel de 20 millones de galones en 1990 a más de 1000 millones de galones en 2006, de los cuales, la de la Unión Europea explica el 90%.

De acuerdo con dicha tendencia, se estima que en los Estados Unidos de América la meta de consumo de biocombustibles estaría aumentando de 5 a 35 millones de galones entre 2007 y 2017; mientras que en la Unión Europea, por el lado de la oferta, el porcentaje de energía proveniente de una fuente renovable estaría aumentando de 2% en 2007 a 5.75% en 2020. Dadas las diferentes iniciativas gubernamentales y mientras el precio internacional del petróleo se mantenga elevado, la demanda de biocombustibles será creciente, aunque aún persisten dudas, por una parte, en cuanto a la capacidad de reacción del sector agrícola ante una demanda más alta de insumos para biocombustibles y, por la otra, al efecto en la seguridad alimentaria de los países pobres; factores que podrían limitar la oferta de los referidos insumos.

A continuación; se muestran los resultados de un análisis relativo a la viabilidad de la producción de biocombustibles, suponiendo diferentes precios del petróleo.

PRECIOS DEL PETRÓLEO QUE PROPICIAN LA PRODUCCIÓN DE BIOCOMBUSTIBLES	
Precio mínimo	Biocombustible
US\$110/barril	Etanol (Unión Europea)
US\$80/barril	Biodiesel (Unión Europea)
US\$60/barril	Etanol (Estados Unidos de América)
US\$30-35/barril	Etanol (Brasil)

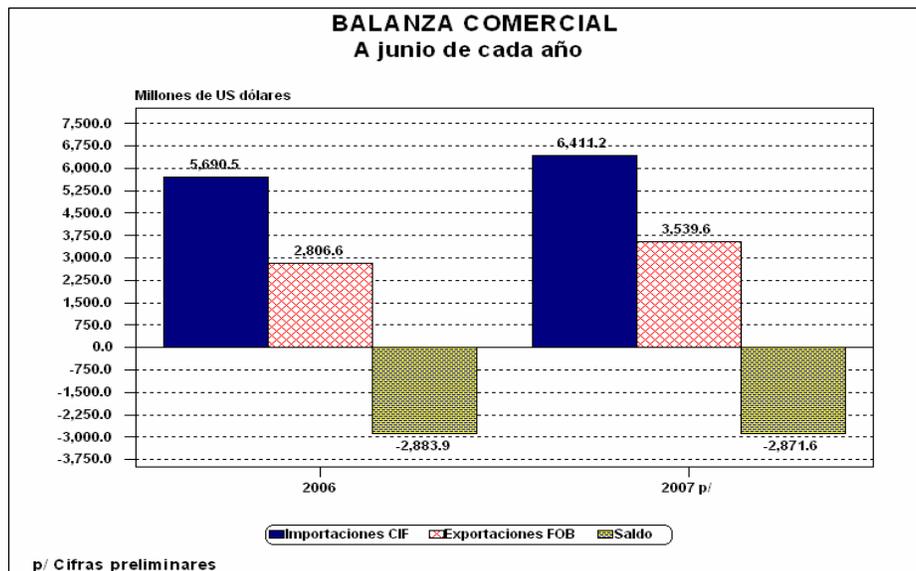
En el caso de Guatemala, el proceso de producción de biocombustibles se encuentra en su etapa de inicio, principalmente los que se obtienen a base de caña de azúcar y de maíz. Adicionalmente, un estudio realizado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe¹, indica que Guatemala tiene potencial para producir biocombustibles utilizando otras materias primas como el aceite de palma, la soya, el maíz, el girasol, la nuez de macadamia, el higüerillo y el tempate, entre otros.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Reporte de Inflación Mayo 2007.

¹ Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Perspectivas para el Biodiesel en Centroamérica: Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras. Agosto de 2007.

2. Balanza Comercial a junio de 2007

La balanza comercial¹, a junio de 2007, registró un saldo deficitario de US\$2,871.6 millones (equivalente a 8.7% del PIB), inferior en US\$12.3 millones (0.4%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo (US\$2,883.9 millones, equivalente a 9.5% del PIB). Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 26.1% en el valor de las exportaciones FOB² (2.1% a junio de 2006), al pasar de US\$2,806.6 millones a junio de 2006 a US\$3,539.6 millones a junio de 2007 y, por la otra, por el crecimiento de 12.7% en el valor de las importaciones CIF³ (12.3% a junio de 2006), al pasar de US\$5,690.5 millones a junio de 2006 a US\$6,411.2 millones a junio de 2007.



El valor FOB de las exportaciones se situó en US\$3,539.6 millones, monto superior en US\$733.0 millones (26.1%) al registrado a junio de 2006. En este resultado fue determinante el incremento de las exportaciones en el rubro de Principales Productos, las que aumentaron 48.1% (US\$313.9 millones) en relación a junio de 2006, así como en el rubro Otros Productos por US\$419.1 millones, con un crecimiento de 19.5% respecto a junio de 2006. El dinamismo de este último rubro se explica tanto por el incremento en las

¹ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

² Free on board (libre a bordo)

³ Cost, insurance and freight (costo, seguro y flete)

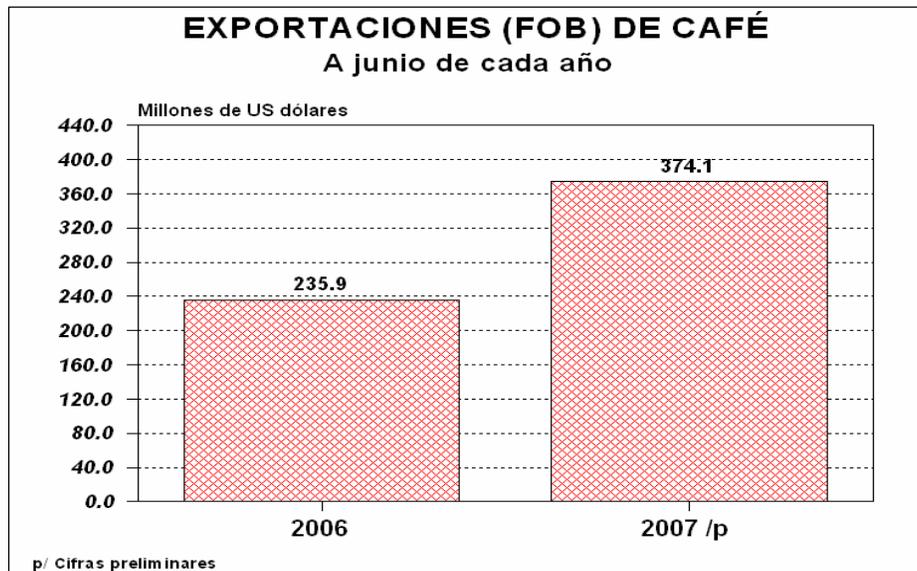


exportaciones a Centroamérica como al resto del mundo, las cuales crecieron 18.6% y 20.0%, en su orden.

El valor de las exportaciones de café se situó en US\$374.1 millones, monto superior en US\$138.2 millones (58.6%) en relación a junio de 2006, lo que se explica por el incremento de 9.5% en el precio medio de exportación y por el aumento en el volumen exportado de 44.9%. En efecto, el precio medio por quintal aumentó de US\$105.44 a junio de 2006 a US\$115.43 en igual fecha de 2007. Según la firma financiera *Bloomberg*, el aumento en el precio internacional del grano se asocia a la reducción en la producción de Brasil, principal productor mundial, derivada, por una parte, de la disminución de los rendimientos por manzana a causa del ciclo bianual de producción y, por la otra, de los cambios climáticos que han dañado las plantaciones del grano.

Por su parte, el volumen exportado en quintales aumentó, al pasar de 2,237.3 miles a junio de 2006 a 3,241.0 miles a junio de 2007. Según la Asociación Nacional del Café -ANACAFE-, en los últimos dos años el sector cafetalero ha incrementado la producción del grano “gourmet”, lo que ha propiciado mayores niveles de inversión en este tipo de cultivo. Asimismo, cabe indicar que según la Organización Internacional del Café -OIC-, Guatemala se posicionó como el quinto exportador mundial de café.

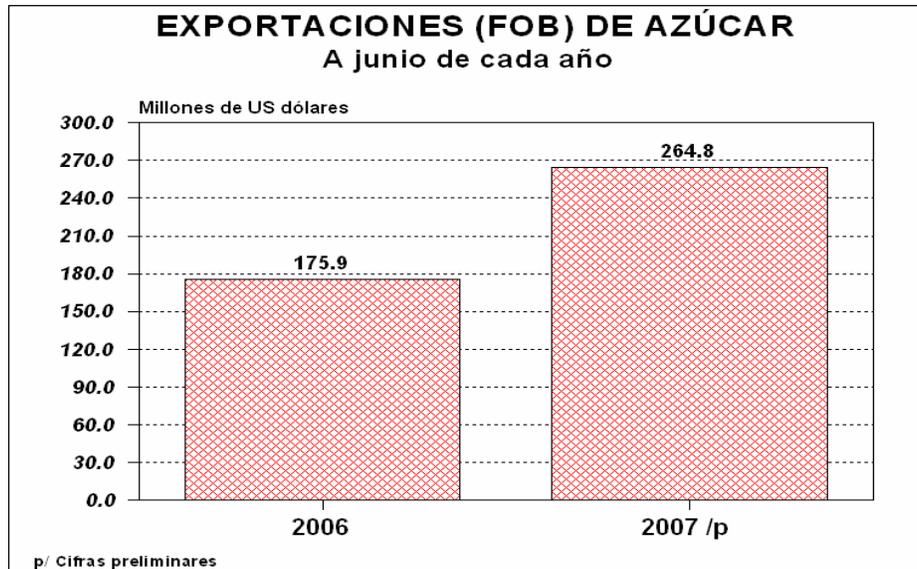
En lo que concierne a los países compradores del grano, a junio de 2007 destacaron los siguientes: Estados Unidos de América, con US\$182.1 millones; Alemania, con US\$45.1 millones; y, Japón, con US\$24.3 millones, los que en conjunto representaron el 67.3% del monto total exportado.



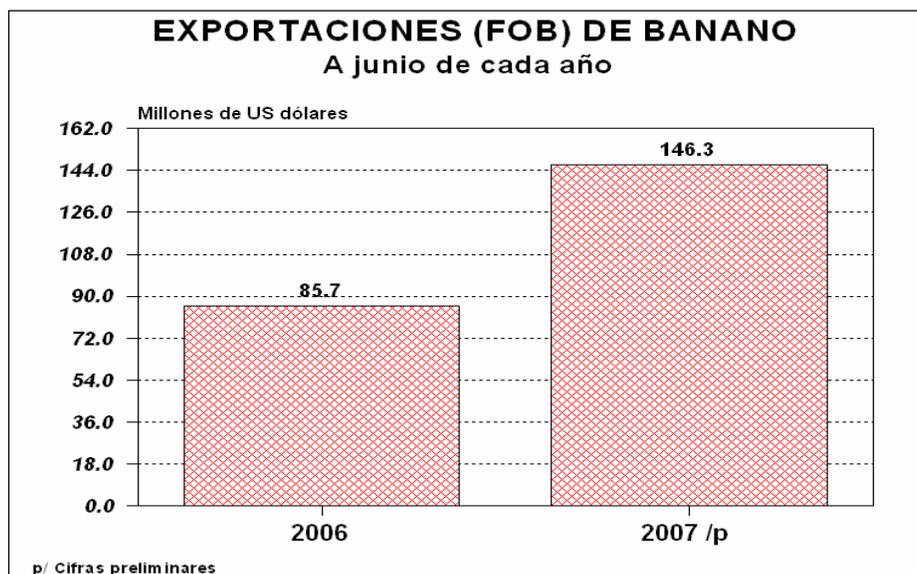
El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$264.8 millones, monto superior en US\$88.9 millones (50.5%) en relación al registrado a junio de 2006, como resultado del aumento de 14.0% en el volumen exportado y del incremento de 32.2% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales pasó de 18,184.6 miles a junio de 2006 a 20,725.4 miles a junio de 2007. Este comportamiento se explica tanto por el mejor rendimiento de la zafra guatemalteca como por las mayores ventas del edulcorante a nuevos mercados⁴. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$9.67 a junio de 2006 a US\$12.78 a junio de 2007, lo que se asocia al crecimiento de la demanda mundial.

En cuanto a los principales compradores del edulcorante, en orden de importancia fueron: Corea del Sur, con US\$54.4 millones; Canadá, con US\$47.3 millones; República Popular China, con US\$26.4 millones; Indonesia, con US\$23.9 millones; Estados Unidos de América, con US\$22.3 millones; y, Chile, con US\$20.0 millones, los que en conjunto representaron el 73.4% del total exportado.

⁴ Indonesia, Túnez, Bélgica, Kenya e Israel, entre otros.

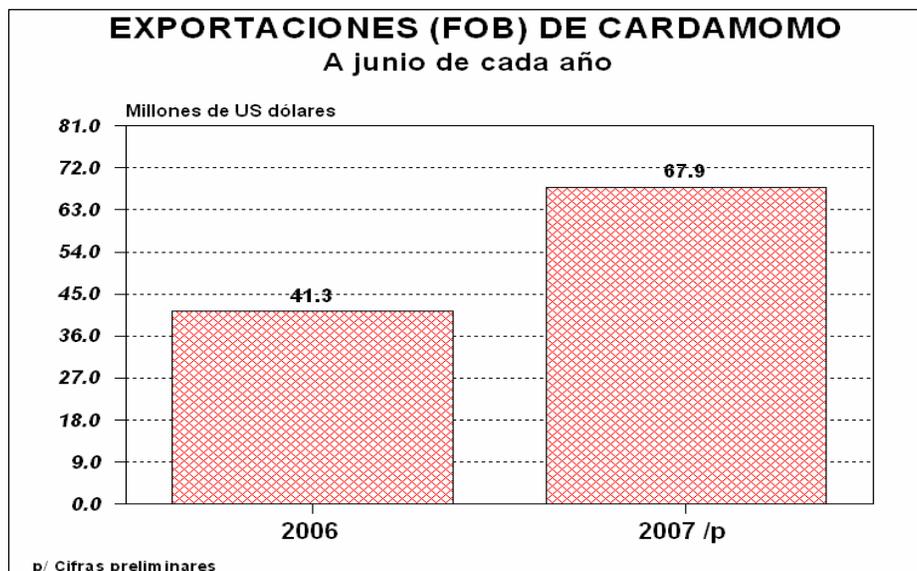


En lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$146.3 millones, monto superior en US\$60.6 millones (70.7%) al registrado a junio de 2006. Dicho resultado obedeció al incremento de 5,626.6 miles de quintales (67.5%) en el volumen exportado y al alza de 1.9% en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasó de US\$10.28 a junio de 2006 a US\$10.48 a junio de 2007. El incremento en el volumen exportado se debe, principalmente, a una mayor demanda del producto guatemalteco en los mercados de los Estados Unidos de América y de la Unión Europea.



El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$67.9 millones, monto superior en US\$26.6 millones (64.4%) al observado a junio de 2006. Este resultado se explica por el aumento de 74.0% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$108.75 a junio de 2006 a US\$189.25 a junio de 2007, pese a la disminución en el volumen exportado (5.5%), que varió de 379.8 miles de quintales a junio de 2006 a 358.8 miles de quintales a junio de 2007. De conformidad con el periódico hindú *The Economic Times*, el incremento en el precio internacional del cardamomo se debe a la reducción de la producción de los dos principales países oferentes (Guatemala e India; en este último país, debido a problemas climáticos).

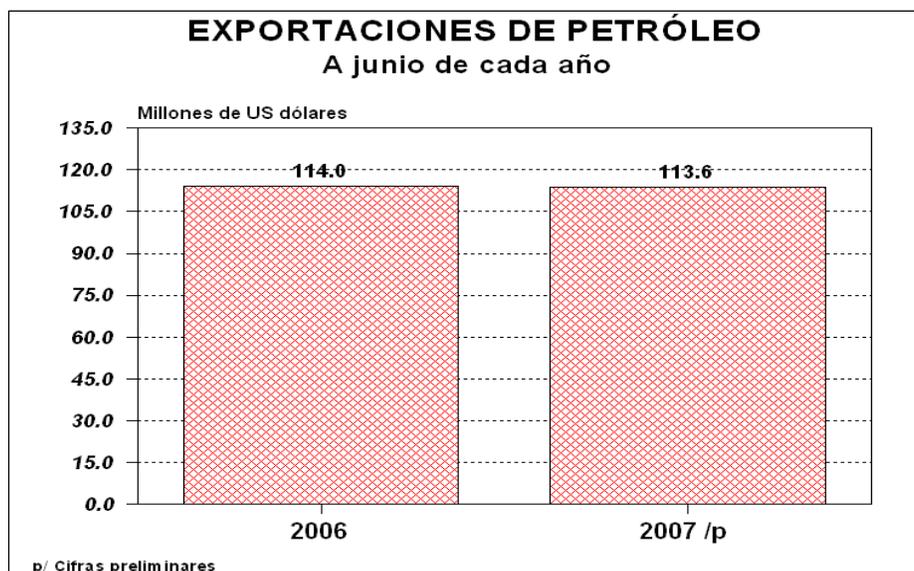
Los principales compradores de la especie, en orden de importancia fueron: Arabia Saudita, con US\$22.5 millones; Siria, con US\$7.9 millones; Islas Vírgenes Británicas, con US\$7.5 millones; Emiratos Árabes Unidos, con US\$6.6 millones; Singapur, con US\$5.3 millones; Jordania, con US\$4.4 millones; y, Pakistán, con US\$3.3 millones, países que en conjunto representaron el 84.6% del monto total exportado.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a junio de 2007 se situó en US\$113.6 millones, monto inferior en US\$0.4 millones (0.4%) al observado al mismo mes de 2006, lo que se explica por la disminución del precio medio de exportación por barril, el cual se situó en

US\$39.68, menor en US\$3.87 (8.9%) al registrado a junio de 2006, a pesar del incremento en el volumen exportado (9.3%), el cual pasó de 2,617.9 miles de barriles a junio de 2006 a 2,862.6 miles de barriles a junio de 2007. Cabe mencionar que el total de las exportaciones se destinó a los Estados Unidos de América.

Cabe indicar que el margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, dado que requiere un mayor refinamiento, lo que implica costos superiores.



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$2,572.9 millones, monto superior en US\$419.1 millones (19.5%) respecto a junio de 2006. Este resultado obedece tanto al aumento de US\$148.2 millones (18.6%) de las exportaciones a países del área centroamericana como al aumento de las exportaciones a países fuera de dicha área por un monto de US\$270.9 millones (20.0%).

En lo que respecta a las exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en los rubros de productos químicos por US\$32.2 millones; productos alimenticios por US\$26.0 millones; materiales de construcción por US\$13.1 millones; frutas y sus preparados por US\$8.7 millones; y, productos metálicos por US\$7.6 millones.



En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo, destaca el aumento en los rubros siguientes: minerales US\$47.9 millones; frutas y sus preparados US\$45.5 millones; artículos de vestuario US\$32.0 millones; productos alimenticios US\$30.5 millones; y, caucho natural US\$17.4 millones.

En lo que concierne al valor CIF de las importaciones a junio de 2007, éste se situó en US\$6,411.2 millones, monto superior en US\$720.7 millones (12.7%) al registrado en igual período de 2006. Este resultado se explica, principalmente, por el mayor ritmo de crecimiento económico en el país, el cual ha demandado una cantidad superior de productos importados tanto para el proceso productivo como para el consumo. Los rubros que a junio de 2007 mostraron las mayores variaciones absolutas fueron: bienes de consumo, US\$233.5 millones; materias primas y productos intermedios, US\$194.8 millones; combustibles y lubricantes, US\$130.0 millones; maquinaria, equipo y herramienta, US\$118.2 millones; y, materiales de construcción, US\$44.1 millones.

RECUADRO 2

¿CUÁNTO SE DESACELERARÁ LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?

La principal interrogante que se plantea al evaluar las perspectivas económicas a corto plazo de los Estados Unidos de América, es si enfrenta una desaceleración temporal (una pausa en medio del ciclo económico, como en 1986 y 1995) o si el ciclo económico está comenzando a entrar en una fase descendente más prolongada.

Al respecto, cabe mencionar que la incertidumbre no se ha disipado y los últimos datos sobre las ventas minoristas y los pedidos de bienes duraderos están por debajo de lo esperado, por lo que parece probable que se trate de una pausa del crecimiento y no de una recesión. En efecto, al igual que en otras pausas, el mercado de trabajo conserva el dinamismo, ya que las pérdidas de puestos de trabajo en el sector de la manufactura y la construcción están siendo compensadas por la creación de empleos en el sector de servicios. Es de señalar que la tasa de desempleo se mantiene estable en 4.5%. Además, el elevado nivel de la rentabilidad de las empresas y de las inversiones en renta variable seguramente apuntalará la inversión empresarial. Sin embargo, aunque la curva de rendimiento está invertida (hasta la fecha es un buen indicador anticipado de una recesión), es menos probable que presague una desaceleración profunda, porque la inversión refleja tasas de interés bajas a largo plazo y no tasas altas a corto plazo. Por último, el impacto de la disminución del sector de la vivienda en los mercados financieros por el momento es limitado, a pesar que las tasas de morosidad de las hipotecas de alto riesgo y los diferenciales de los bonos titularizados que respaldan se han exacerbado, los de las hipotecas de primera línea, otras modalidades de crédito al consumidor y los títulos corporativos aún se mantienen bajos.

Por otra parte, el sector financiero sigue solvente y la disponibilidad de crédito es fluida. Por consiguiente, si bien la previsión de crecimiento del FMI para 2007 ha bajado a 2.0% (0.9 puntos porcentuales por debajo de la proyección de septiembre de 2006), se calcula que la expansión recobrará el ímpetu gradualmente y las tasas de crecimiento trimestral subirán en el curso de 2007 y volverán a acercarse al nivel potencial para mediados de 2008¹.

En particular, la solidez de los balances de las empresas y su excelente rentabilidad estimularían el repunte de la inversión, en tanto que el vigor del mercado laboral atenúa el efecto riqueza negativo que ha sido provocado por la caída de los precios de la vivienda.

Cabe señalar que la revisión a la baja de la proyección del crecimiento durante 2007 es resultado, principalmente, del deterioro de las perspectivas de inversión residencial, ya que la cantidad de viviendas nuevas en venta no era tan alta desde hace 15 años y las empresas constructoras buscan reducir la existencia de las mismas. Además, aunque hay indicios de estabilización de la demanda de crédito hipotecario y la venta de viviendas usadas están por encima de los mínimos registrados en septiembre y octubre de 2006, es probable que los problemas del segmento de las hipotecas de alto riesgo prolonguen el ciclo de inversión residencial. Por su parte, el mercado inmobiliario comercial quizá



compense en parte la desaceleración del sector de la vivienda, en el corto plazo, en términos tanto de la inversión como de empleo. Sin embargo, no se sabe con certeza si el sector comercial logrará conservar su dinamismo, a menos que mejore la inversión residencial, sobre todo teniendo en cuenta que las tasas de desocupación son relativamente elevadas.

En esa dimensión, persiste el riesgo de que este panorama de por sí poco favorable se deteriore, ya que si la caída de los precios de la vivienda es más pronunciada de lo que se espera, podría peligrar la inversión residencial y el consumo, mediante las repercusiones en la riqueza y en el empleo. El deterioro de la calidad del crédito en el segmento de las hipotecas de alto riesgo podría propagarse a otros sectores del mercado, dada la debilidad del sector vivienda, con efectos negativos en el sector financiero y en la disponibilidad de crédito. Por otra parte, del lado positivo, la depreciación del dólar podría estimular las exportaciones más de lo proyectado.

En el contexto descrito, en agosto de 2006 la Reserva Federal hizo una pausa en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria y desde entonces mantiene su tasa objetivo en 5.25%. Actualmente, tras una serie de datos que revelan debilidad en la economía, los mercados financieros prevén un recorte de la tasa para septiembre de 2007. Sin embargo, la Reserva Federal ha decidido reservarse todas las opciones, recalcando que la trayectoria monetaria dependerá de cómo incidan los nuevos datos en el aparente equilibrio de riesgos entre el crecimiento y la inflación. Si el crecimiento resulta ser más robusto de lo que se prevé, la escasez de mano de obra persiste y si la inflación subyacente no disminuye, de manera que no se relaje la política monetaria.

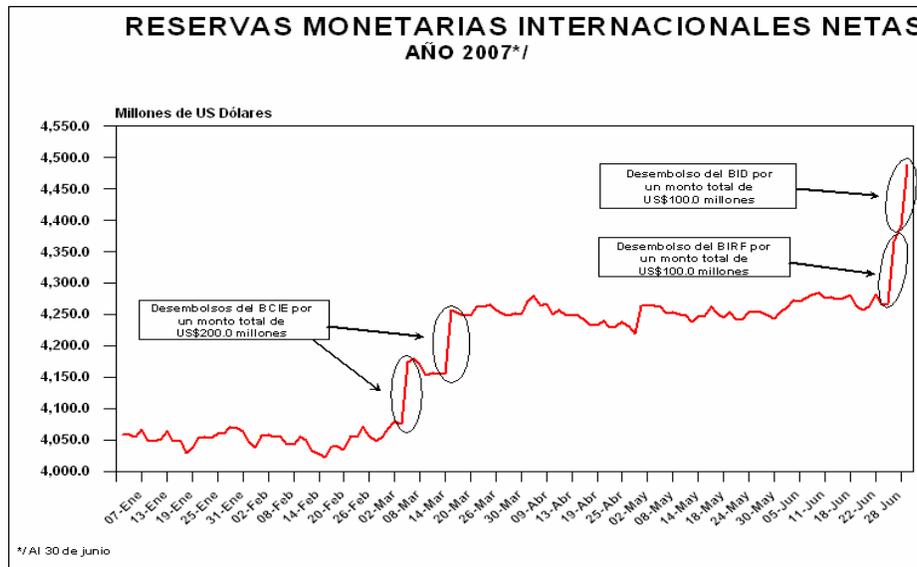
¹La previsión consensuada de marzo apunta a un crecimiento de 2.4% en 2007 y de 3.0% para 2008, dentro de una banda de 2.1%-2.9% en 2007 y de 2.5%-3.6% para 2008.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial Abril de 2007 y World Economic Outlook Update, July 2007. Fondo Monetario Internacional.

3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de junio de 2007, las reservas monetarias internacionales netas -RMIN- se ubicaron en US\$4,489.2 millones, lo que significa un aumento de US\$428.1 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$486.2 millones, egresos de divisas por US\$266.8 millones y otros ingresos netos por US\$208.7 millones. Los ingresos se originaron por desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$486.2 millones, dentro de los que destacan, en primer lugar, dos desembolsos por US\$100.0 millones cada uno, correspondientes al préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión, otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; en segundo lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia, otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-; y en tercer lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para el Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública, otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se realizaron pagos por concepto de servicio de la deuda pública externa por US\$157.6 millones y erogaciones de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$109.2 millones. En lo que

corresponde a otros ingresos netos, destacan el de los intereses percibidos sobre inversiones de las RMIN en el exterior por US\$91.3 millones, el aumento en el encaje bancario en moneda extranjera por US\$43.4 millones, el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$34.8 millones y otros ingresos netos por US\$39.2 millones⁵.



Se considera que el citado nivel de RMIN es adecuado, ya que el mismo cubriría 4.4 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de RMIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.5 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante la cobertura de su deuda pública externa. En este sentido, al 30 de junio de 2007, el nivel de RMIN era equivalente a 6.6 veces el monto para un año del servicio de la deuda pública externa del país⁶.

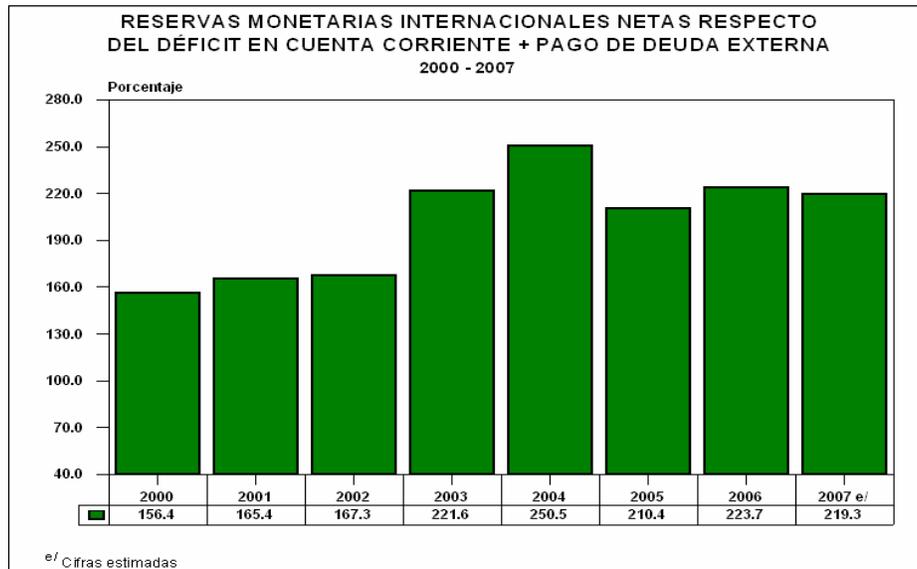
Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos

⁵ Incluye variación del precio internacional del oro; cheques, giros y órdenes de pago; remesas consulares; y, liquidación de cartas de crédito.

⁶ Cabe indicar que el servicio de la deuda pública externa incluye la amortización por US\$150.0 millones de los Eurobonos colocados en el mercado internacional en 1997, programada para agosto del presente año.

para un año de la deuda pública externa, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 2.2 veces las referidas obligaciones.

A continuación se ilustra el comportamiento de las RMIN respecto del déficit en cuenta corriente más el pago de la deuda pública externa.



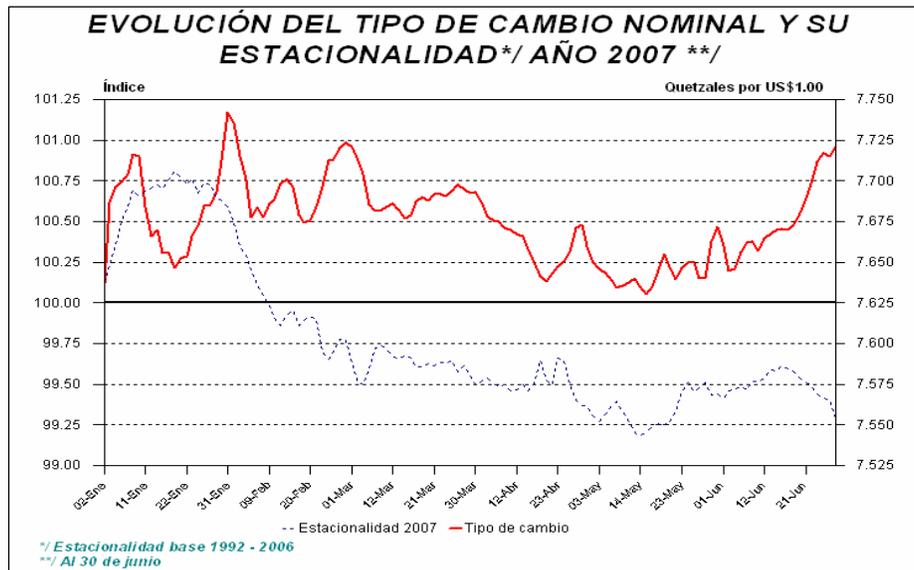
4. Tipo de cambio nominal

Al 30 de junio de 2007, el tipo de cambio nominal promedio simple de los tipos de cambio promedio ponderado de las operaciones de compra y de venta de las instituciones que constituyen el mercado institucional de divisas registró una depreciación de Q0.09 (1.25%), al pasar de Q7.625 por US\$1.00 el 29 de diciembre de 2006 a Q7.720 por US\$1.00 el 30 de junio de 2007.

Durante el primer semestre de 2007, el comportamiento del tipo de cambio nominal, en general, fue consistente con su estacionalidad, razón por la cual no registró excesiva volatilidad, por lo que no se hizo necesaria la aplicación de la regla para la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. Sin embargo, en los últimos días de junio, se registró cierta tendencia hacia la depreciación, derivado principalmente, de un incremento en la demanda de dólares de los Estados Unidos de América en

el Mercado Institucional de Divisas, como resultado de un pago que realizó al exterior una empresa de capital extranjero que opera en Guatemala.

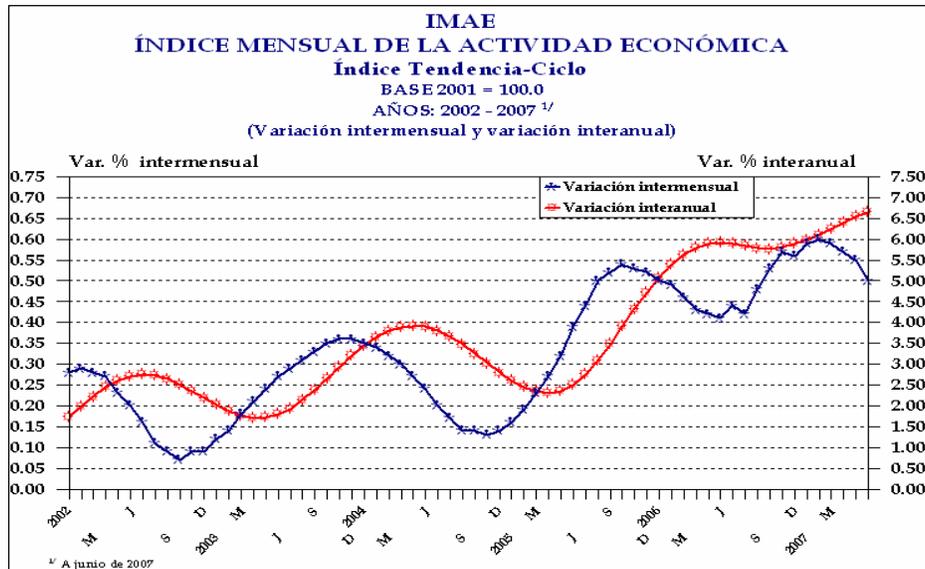
En la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento del tipo de cambio nominal y su estacionalidad.



B. SECTOR REAL

1. Índice Mensual de la Actividad Económica

El comportamiento mostrado por el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, es congruente con el crecimiento esperado en la actividad económica para el presente año de 5.6% (véase Anexo 2). En ese sentido, el IMAE a junio de 2007 mostró una variación interanual de 6.65%, porcentaje superior al registrado en el mismo mes de 2006 (5.92%).



2. Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados

Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados⁷, las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica plantearon un escenario conservador durante el primer semestre de 2007, influenciado, principalmente, por cierto grado de incertidumbre atribuible a factores que afectaron al sistema financiero nacional, así como a las expectativas de los agentes económicos asociadas al proceso electoral.

En junio del presente año, los analistas económicos ubicaron el nivel del índice de confianza en 41.67, superior al registrado en enero de 2007 (32.81) y mayor al de mayo de 2007 (35.94), aunque inferior al observado en junio de 2006 (75.00).

Cabe agregar que el 83.3% del referido panel, opinó que durante el año se mantendrá el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado (16.7% opina que empeorará); el 50.0% consideró que la economía está mejor que el año anterior, en tanto que el 50% restante opinó lo contrario; y, el 50.0% previó que la coyuntura actual para realizar inversiones se encuentra en una situación normal (16.7% opina que es un buen momento para invertir y el 33.3% opina que es un mal momento).

⁷ Su propósito es medir la percepción que el panel de analistas privados tiene sobre la situación económica actual y sobre el ambiente para los negocios.



Según el panel de analistas privados, los principales factores positivos para la actividad económica en 2007 son: la estabilidad en el tipo de cambio nominal, los niveles de tasa de interés (internas y externas), el DR-CAFTA, el desempeño de la política fiscal, la estabilidad en el nivel general de precios, y, el fortalecimiento del mercado interno.

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 de 2007 registró un déficit de Q691.3 millones, equivalente a 0.3% del PIB estimado para 2007 (déficit de Q462.7 millones a junio de 2006, equivalente a 0.2% del PIB estimado para 2006). Asimismo, cabe mencionar que a junio del presente año se registró un superávit primario⁸ de 0.4% del PIB, menor en 0.1 punto porcentual al registrado a la misma fecha de 2006.

Los ingresos totales, a junio de 2007, registraron un monto de Q15,735.2 millones, superior en Q2,225.1 millones (16.5%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa el 50.2% de lo presupuestado para 2007. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q15,064.7 millones, monto superior en Q2,302.1 millones (18.0%) al registrado a junio de 2006⁹. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos respecto a junio de 2006 por Q1,781.1 millones. El aumento en la recaudación de los impuestos indirectos, se debe principalmente a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto de IVA alcanzaron un monto de Q7,265.0 millones, superior en Q1,679.5 millones a lo percibido en igual período de 2006, como resultado de la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, así como del IVA sobre bienes y servicios, los cuales fueron mayores en Q886.2 millones (24.6%) y en Q793.3 millones (39.9%), en su orden, respecto a junio de 2006. Es importante indicar que la mejora en la recaudación tributaria se asocia, principalmente, a la plena vigencia del Decreto Número 20-2006 del Congreso

⁸ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.

⁹ De conformidad con información de la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT-, los ingresos tributarios recaudados fueron superiores en Q658.4 millones (4.3%) con relación a lo programado a junio.



de la República, por el que se aprobaron las “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria”, a un mayor crecimiento económico en 2007 y a otras medidas administrativas adoptadas por la Superintendencia de Administración Tributaria orientadas a incrementar el nivel de los ingresos tributarios.

En lo que se refiere a los gastos totales, a junio de 2007 éstos registraron un monto de Q16,426.5 millones, mayor en Q2,453.7 millones (17.6%) respecto al observado en igual período de 2006.

Los gastos de funcionamiento ascendieron a Q11,173.1 millones, mayores en Q1,304.7 millones (13.2%) a los del mismo período del año anterior, lo que representa un nivel de ejecución de 42.6% respecto al total presupuestado para 2007. Este resultado estuvo determinado, básicamente, por las mayores transferencias corrientes (Q681.1 millones) y por los gastos de operación (Q430.5 millones). En lo que concierne al rubro de transferencias corrientes, sobresalen las efectuadas a la Universidad de San Carlos de Guatemala, al Organismo Judicial, al Ministerio Público, a la Procuraduría de los Derechos Humanos y al Programa Nacional de Autogestión Educativa. Asimismo es importante destacar la transferencia de recursos realizada al Tribunal Supremo Electoral por Q409.0 millones. En cuanto a los gastos de operación, éstos crecieron, principalmente, por el ajuste salarial concedido al magisterio nacional y a los trabajadores del Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social, vigente a partir de abril del presente año.

Los gastos de capital se situaron en Q5,253.4 millones, mayores en Q1,149.0 millones (28.0%) a los registrados en igual período de 2006, lo que significa un grado de ejecución de 45.2% con relación al total presupuestado para 2007. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos de inversión directa e indirecta por Q790.3 millones y Q358.7 millones, respectivamente. En lo referente al gasto de inversión directa, resalta el realizado en el programa “Desarrollo de la Infraestructura Vial”, que incluye ampliación, pavimentación, rehabilitación y mantenimiento de la red vial. En cuanto a la inversión indirecta, sobresalen las transferencias de capital efectuadas a las municipalidades del país por Q1,583.2 millones, así como el



aporte del Estado para cubrir deficiencias patrimoniales del Fondo para la Protección del Ahorro por Q273.6 millones.

El déficit fiscal, como se indicó, se situó en Q691.3 millones (equivalente a 0.3% del PIB estimado para 2007), mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q4,466.5 millones, mayor en Q931.4 millones al registrado en igual período del año anterior.

En lo atinente a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto se situó en Q3,062.9 millones y el financiamiento interno neto en Q1,956.5 millones. Este último es resultado de colocaciones de títulos públicos por Q3,050.8 millones y vencimientos por Q1,094.3 millones. Derivado de lo anterior, se registró un aumento de Q4,328.1 millones en la caja fiscal.

A continuación se presenta un cuadro que ilustra la situación de las finanzas públicas a junio de 2007.



GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A JUNIO
AÑOS 2006 - 2007
 -En millones de quetzales-

CONCEPTO	2006	2007 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	13,510.1	15,735.2	2,225.1	16.5
A. Ingresos	13,426.0	15,644.2	2,218.2	16.5
1. Ingresos Corrientes	13,403.5	15,639.6	2,236.1	16.7
a. Tributarios	12,762.6	15,064.7	2,302.1	18.0
b. No Tributarios	640.9	574.9	-66.0	-10.3
2. Ingresos de Capital	22.5	4.6	-17.9	-79.6
B. Donaciones	84.1	91.0	6.9	8.2
II. Total de Gastos	13,972.8	16,426.5	2,453.7	17.6
A. Funcionamiento	9,868.4	11,173.1	1,304.7	13.2
B. Capital	4,104.4	5,253.4	1,149.0	28.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	-462.7	-691.3	-228.6	49.4
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	3,535.1	4,466.5	931.4	26.3
V. Financiamiento	462.7	691.3	228.6	49.4
A. Financiamiento Externo Neto	2,593.7	3,062.9	469.2	18.1
B. Financiamiento Interno Neto	1,094.8	1,956.5	861.7	78.7
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,225.8	-4,328.1	-1,102.3	34.2

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a junio, se situó en Q22,145.4 millones, mayor en Q1,956.8 millones al monto observado en diciembre de 2006. Este incremento obedeció, principalmente, a que durante el primer semestre de 2007 las tenencias de valores por parte del sector privado no bancario, del sector bancario y del sector público se incrementaron en Q1,076.0 millones, Q475.9 millones y Q462.7 millones, en su orden. En contraste, el sector no residente redujo sus tenencias de valores públicos en Q57.8 millones.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, al 31 de diciembre de 2006, la participación del sector privado no bancario y del sector público era de 40.6% y 18.5% del



total, respectivamente; mientras que a junio del presente año, dicha participación se ubicó en 41.9% y 19.0%, en su orden. En contraste, el sector no residente, el Banco de Guatemala y el sector bancario disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2006 a junio de 2007, al pasar de 1.4%, 12.9% y 26.6% a 1.0%, 11.7% y 26.4%, respectivamente.

En cuanto a la colocación de la deuda, es importante indicar que a junio del presente año únicamente se habían colocado valores públicos expresados en quetzales mediante los mecanismos de licitación y de subasta. Sobre el particular, la demanda de Bonos del Tesoro realizada por medio de dichos mecanismos fue de Q3,382.3 millones, adjudicándose Q3,050.8 millones a una tasa promedio ponderado de 9.0%. Asimismo, cabe resaltar que la mayor colocación de Bonos del Tesoro se realizó a un plazo de doce años (Q1,960.6 millones).

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a junio de 2007 el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$4,352.5 millones, monto superior en US\$394.2 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado, principalmente, de desembolsos por US\$488.5 millones y amortizaciones por US\$95.1 millones. Por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital fue positiva en US\$393.4 millones.

Con relación a los desembolsos de empréstitos recibidos por el Gobierno Central, a junio de 2007 destacan los siguientes: US\$216.3 millones del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-¹⁰; US\$153.5 millones del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-¹¹; y, US\$114.6 millones del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-¹².

¹⁰ Destacan los destinados al Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por un monto total de US\$200.0 millones.

¹¹ Sobresalieron los destinados a financiar el Programa de la Reforma de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones, el Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social por US\$20.0 millones y el Programa de Rehabilitación y Modernización Vial II por US\$17.2 millones.

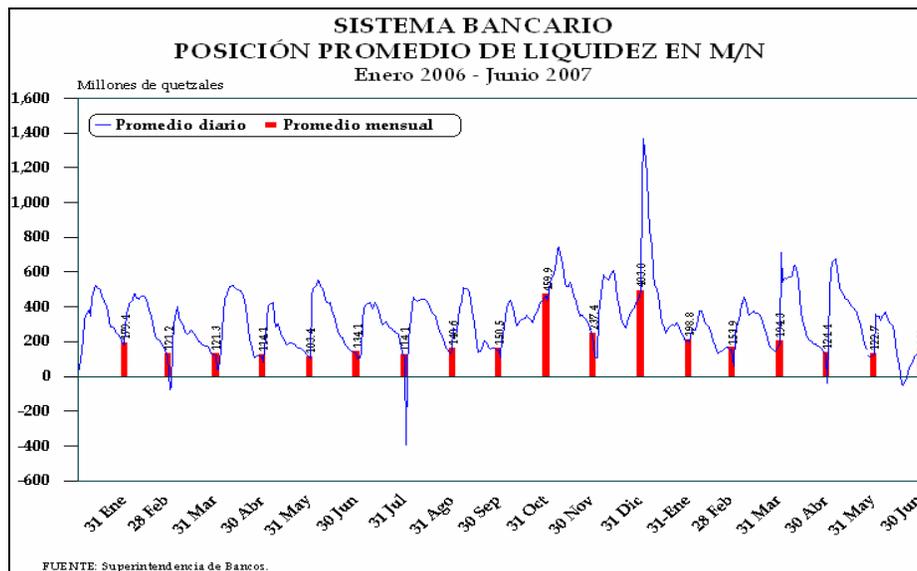
¹² Destaca el del Segundo Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$100.0 millones.

D. SECTOR FINANCIERO

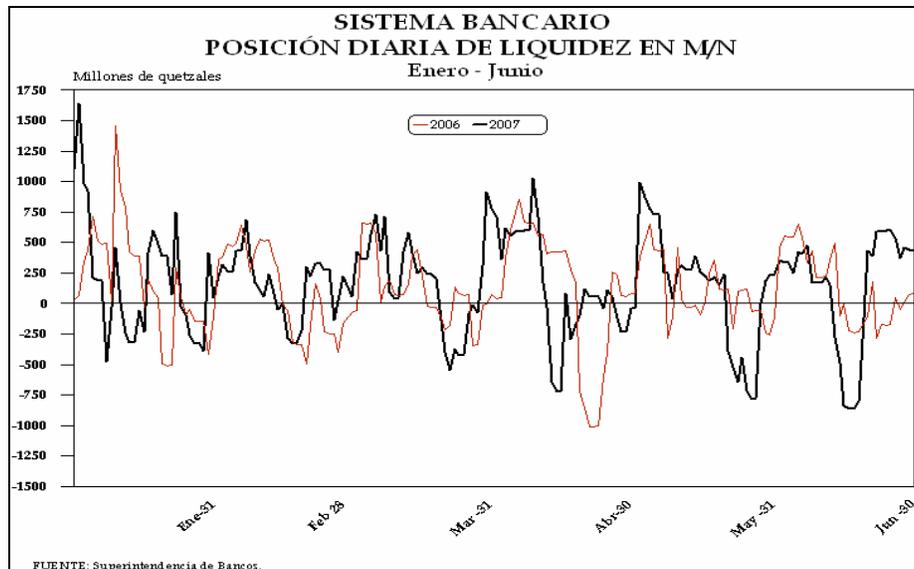
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, es un indicador del nivel de recursos financieros disponibles en el sistema bancario. Durante el período enero-junio de 2007, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos de liquidez.



Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a junio de 2007, muestra una estabilidad equivalente a la observada en igual período de 2006. Sobre el particular, entre enero y junio del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 2 de enero, al situarse en Q1,636.3 millones y su nivel más bajo el 17 de junio, al ubicarse en -Q859.7 millones. Al 30 de junio, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en Q437.1 millones.



Es importante comentar que el comportamiento de la liquidez bancaria en el período citado, está vinculado a las modificaciones al Reglamento del Encaje Bancario¹³. En efecto, se permitió a los bancos del sistema utilizar, como parte de su encaje computable, la inversión en Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y cédulas hipotecarias con garantía del FHA y/o de afianzadoras, inicialmente, hasta por Q100.0 millones por cada institución bancaria, reduciéndose gradualmente a Q50.0 millones en junio y a Q25.0 millones en julio de 2007. Asimismo, se autorizó a los bancos a mantener, como parte de su caja, hasta el 75% del encaje requerido, porcentaje que retornaría al 25% el 1 de agosto de 2007. Las referidas disposiciones permitieron, en primer término, que las instituciones bancarias contaran con mayor liquidez¹⁴ y, en segundo término, que dispusieran de mayor flexibilidad en el manejo de sus disponibilidades para efectos del encaje bancario. Adicionalmente, las citadas modificaciones incluyeron la eliminación, durante el período comprendido del 23 de enero al 31 de mayo, de los

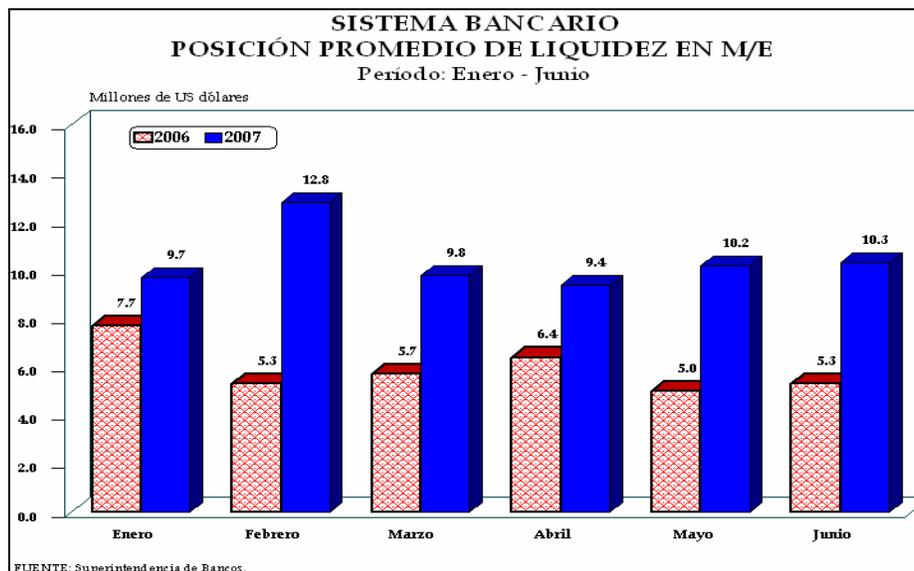
¹³ La Junta Monetaria mediante resolución JM-20-2007 modificó en forma temporal y con vigencia hasta el 31 de marzo el Reglamento del Encaje Bancario. En marzo extendió la medida hasta el 31 de mayo del presente año con algunas variantes respecto de las modificaciones de enero. Finalmente, en resolución JM-111-2007 se dispuso el procedimiento para que de forma gradual se restableciera la plena vigencia del Reglamento del Encaje Bancario contenido en la resolución JM-177-2002 y sus modificaciones, a partir del 1 de agosto de 2007.

¹⁴ En efecto, al 30 de junio de 2007, las medidas implementadas permitieron el aumento de depósitos en el Banco Central por Q705.9 millones, el incremento del efectivo en las cajas de los bancos por Q398.3 millones y el registro de Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o en cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, como parte del cómputo de su encaje, por un monto de Q92.3 millones.

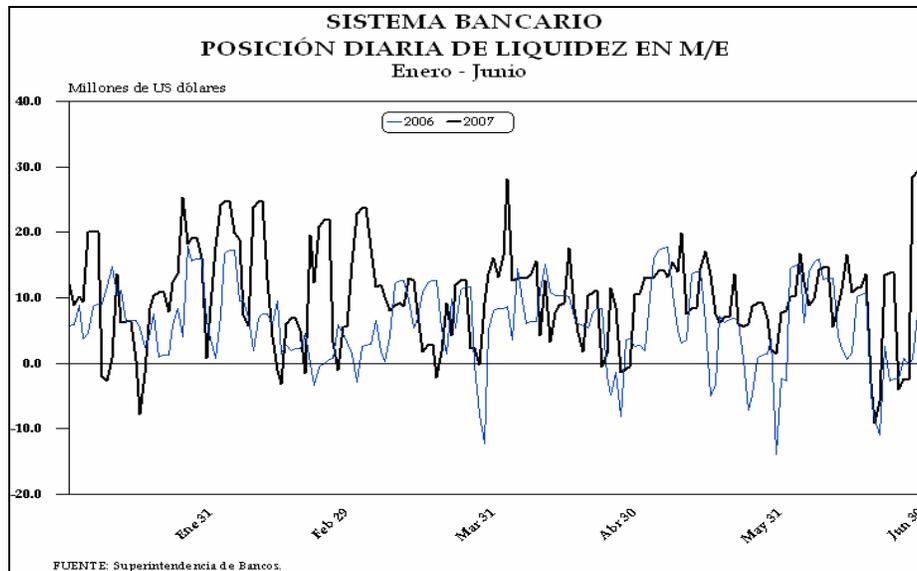
depósitos interbancarios del cálculo del encaje requerido, lo que significó una disminución del mismo por un monto de Q232.1 millones. Cabe indicar, que esta última disposición quedó sin efecto a partir del 1 de junio de 2007.

b) En moneda extranjera

Durante el primer semestre de 2007, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, registró un comportamiento positivo.



Por su parte, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, aunque con niveles mayores.



2. Medidas temporales de flexibilización del encaje bancario

En resolución JM-20-2007 emitida el 22 de enero de 2007, la Junta Monetaria dispuso que para el cómputo del encaje computable, en moneda nacional y en moneda extranjera, las entidades bancarias podrían incluir hasta el 31 de marzo de 2007, en su orden, Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y, en último caso, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, siempre y cuando no fuera para generar excedentes de encaje, hasta un monto máximo de Q100.0 millones, por institución bancaria. Asimismo, dispuso que para efectos del cálculo del encaje, los fondos en efectivo que los bancos mantuvieran en sus cajas, en ningún caso podrían superar el 75% del monto total a que ascendiera el encaje requerido.

Las medidas adoptadas en la resolución JM-20-2007 permitieron el incremento de la caja de las entidades bancarias, la contabilización de instrumentos financieros en la integración del encaje computable hasta por Q100.0 millones por cada entidad, la reducción de los depósitos que los bancos mantenían en el banco central, lo que brindó mayor liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera a los bancos del sistema, sin alterar el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo en el



mercado de dinero ni la cotización del tipo de cambio en el mercado cambiario. Posteriormente, luego de haberse evaluado la medida y dado su carácter temporal, la Junta Monetaria en resolución JM-75-2007 emitida el 28 de marzo de 2007, resolvió prorrogar por dos meses la vigencia de la resolución JM-20-2007, en los términos siguientes: i) que se mantuviera la exclusión de los depósitos interbancarios del monto de obligaciones encajables para efectos del cómputo de encaje requerido; ii) para efectos de encaje computable, los fondos en efectivo que los bancos mantuvieran en sus cajas, en ningún caso podría superar el 50% del monto total a que ascendiera el encaje requerido; y, iii) que para efectos del cómputo del encaje también se podría incluir, en su orden, Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y, en último caso, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, siempre y cuando no fuera para efectos de generar excedentes de encaje. El monto máximo que se aceptaría para utilizar los mencionados instrumentos financieros en el cómputo del encaje computable sería de setenta y cinco millones de quetzales (Q75.0 millones) por cada institución bancaria.

La Junta Monetaria, con base en análisis efectuado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, en resolución JM-111-2007 emitida el 30 de mayo de 2007, resolvió prorrogar por dos meses la vigencia de la resolución JM-20-2007, en los términos siguientes: que para efectos del cómputo del encaje también se podría incluir, en su orden, Certificados de Depósitos a Plazo expedidos por el Banco Central; Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y, en último caso, cédulas hipotecarias con garantía FHA y/o cédulas hipotecarias con garantía de afianzadoras, siempre y cuando no fuera para efectos de generar excedentes de encaje. El monto máximo que se aceptaría para utilizar esos instrumentos financieros en el cómputo del encaje computable sería de Q50.0 millones por cada institución bancaria para el período del 1 al 30 de junio de 2007 y de Q25.0 millones por cada institución bancaria, para el período del 1 al 31 de julio de 2007. Asimismo, dispuso que a partir del 1 de agosto de 2007, se aplique en toda su extensión el Reglamento del Encaje Bancario según resolución JM-177-2002 y sus modificaciones contenidas en resolución JM-244-2002.



En términos cuantitativos, las referidas modificaciones dieron como resultado los cambios que se comentan a continuación:

Entre el 22 de enero y el 30 de junio de 2007, el encaje computable registró un incremento de Q737.1 millones. Dicho comportamiento se explica por un aumento en la caja computable de las entidades bancarias por Q441.9 millones, un incremento de Q81.7 millones en los depósitos en el Banco Central y una utilización de inversiones en títulos-valores registrados en el encaje computable por Q213.5 millones.

Entre el 22 de enero y el 30 de junio de 2007, el encaje requerido registró un incremento de Q378.4 millones, como resultado del aumento de las obligaciones encajables por Q2,592.0 millones. Dicho incremento estuvo determinado por un aumento de las captaciones de depósitos de sus clientes (Q2,362.6 millones), por un incremento de las obligaciones en documentos y órdenes de pago¹⁵ (Q219.4 millones), así como por un aumento en las obligaciones financieras (Q10.0 millones).

RECUADRO 3

VÍNCULOS FINANCIEROS Y EXTERNALIDADES

Los vínculos financieros representan una fuente importante de externalidades mundiales, debido a la fuerte correlación internacional entre los precios de los activos. En efecto, desde la década de los setenta los vínculos financieros transfronterizos han aumentado considerablemente; en los países industrializados, los activos externos brutos crecieron de 28% respecto del PIB en 1970 a 155% en 2004 y en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, de 16% a 57%.

Cabe mencionar que el efecto que las perturbaciones en un mercado financiero ejerce en los mercados internacionales depende de la naturaleza de los vínculos financieros que los unen (Kaminsky y Reinhart, 2003). Por ejemplo, la pronunciada devaluación del Baht Tailandés en 1997, que produjo una contracción de la actividad productiva de ese país, agravó el problema de la mora crediticia de la banca japonesa e indujo a una actitud mucho más cautelosa en el otorgamiento de crédito en la región asiática. Además, la integración financiera también puede agudizar el movimiento de las primas por riesgo entre varios mercados, en parte porque lo más probable es que los inversionistas se encuentren expuestos a los riesgos de más de un mercado. Así, por ejemplo, el cese de pagos de la deuda rusa en 1998 exacerbó la volatilidad del mercado, aumentó los diferenciales de riesgo crediticio y desató un éxodo hacia títulos de bajo riesgo y liquidez elevada, como los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América.

Si bien el impacto de las perturbaciones financieras depende de varios factores, existen dos canales generales de particular importancia, que se detallan a continuación:

- Al estrecharse los vínculos financieros se acentúa la correlación entre los precios de activos similares en distintos países. Concretamente, en los países industrializados se afianzó la correlación entre los índices bursátiles y el rendimiento de los bonos. En cuanto a los mercados emergentes, en los últimos 15 años aumentó la correlación de los precios de los activos con los de Estados Unidos de América y los de la mayoría de las demás economías industrializadas (excepto Japón).

- Es importante señalar que la volatilidad de los precios está extremadamente correlacionada entre países (Engle y Susmel, 1993). En efecto, aunque las causas son objeto de debate, el factor crítico parece ser la asimetría y la falta de exhaustividad de la información (Goodhart, 1999). Por ejemplo, cuando la conducción de la política monetaria estadounidense está en un contexto de incertidumbre, lo más probable es que se agudice la volatilidad en todos los mercados.

De acuerdo con Fung, Leung y Xu (2001) Estados Unidos de América desempeña un importante papel en la difusión y propagación de *shocks* financieros, lo cual no es sorprendente si se tiene en cuenta que origina más del 40% de la

¹⁵ Incluye cheques de caja, cheques certificados, cheques con provisión garantizada y depósitos en garantía.



capitalización bursátil mundial y casi la mitad de la deuda privada actual. La importancia de los Estados Unidos de América parece incrementarse sustancialmente durante períodos de tensión en el mercado. Por ejemplo, la correlación máxima entre los mercados bursátiles nacionales ocurre cuando el mercado estadounidense está deprimido: los meses de debilidad bursátil en los Estados Unidos de América coinciden, casi sin excepción, con el retroceso de las bolsas de valores de otros países. Por lo tanto, desde el punto de vista de los inversionistas estadounidenses, puede afirmarse que los beneficios de la diversificación mundial disminuyen precisamente cuando son más necesarios.

En la práctica a veces resulta difícil distinguir entre las externalidades de un *shock* ocurrido en un país y un *shock* común que afecta a muchos países simultáneamente, ya que, a diferencia de las perturbaciones del crecimiento, los trastornos de los precios de los activos se manifiestan de inmediato o en muy poco tiempo. Las externalidades de los Estados Unidos de América hacia Europa son particularmente fuertes en los mercados de renta variable: neutralizando los *shocks* comunes a ambas regiones, el 50% de la perturbación de los precios de la renta variable estadounidense se transmite a Europa.

Otro método consiste en analizar las fluctuaciones de los precios en mercados que operan en diferentes momentos del día (Karolyi y Stulz, 1996). Por ejemplo, los movimientos diarios de los precios alrededor de la fecha del colapso bursátil de 1987 muestran claramente la influencia recíproca en los mercados estadounidense y asiático: las bajas en los Estados Unidos de América se reflejaban en cuanto abrían los mercados asiáticos y la operatoria intradía de Asia influía significativamente en la apertura de operaciones en Nueva York al día siguiente.

Si se comparan los vínculos entre mercados financieros y los vínculos entre los ciclos económicos de distintos países, se observa que los precios en las bolsas de valores y las tasas de interés suelen estar más correlacionados que los ciclos económicos. Existe también cierta relación positiva entre el grado de sincronización del mercado bursátil y el ciclo económico de un país con el de los de Estados Unidos de América. Además, los países con mayor apertura financiera suelen tener mercados bursátiles más sincronizados con el estadounidense. Estos hechos hacen pensar que los vínculos financieros verdaderamente desempeñan un papel importante en la transmisión de *shocks* que afectan a las variables reales y que con el tiempo la integración financiera podría amplificar las externalidades financieras entre países. Esta posibilidad quizá cobre una relevancia particular para las economías de mercados emergentes en la medida que sus sectores financieros crezcan y se integren más con el mercado financiero mundial (Sáez, Fratzscher y Thimann, 2007).

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial Abril de 2007, Fondo Monetario Internacional.

3. Entidades fuera de plaza (*offshore*)

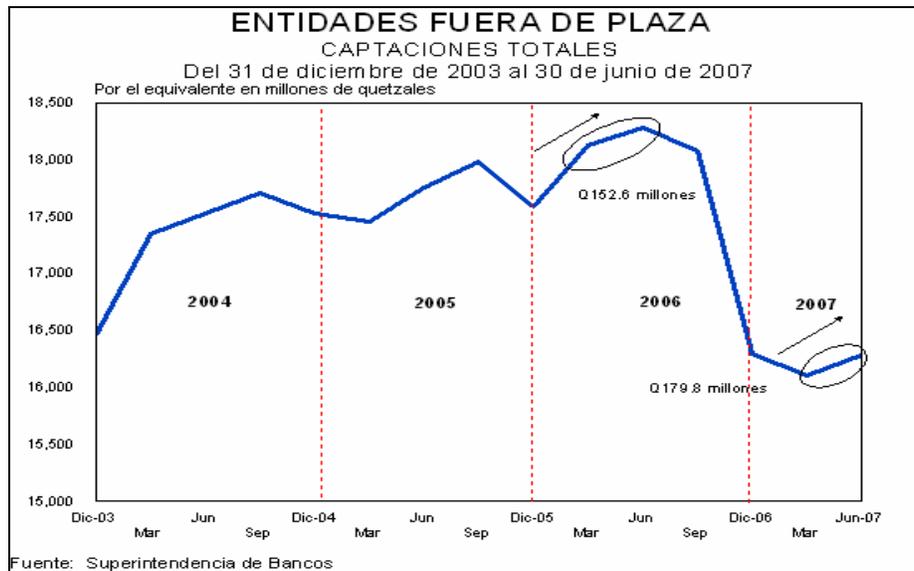
Los datos disponibles a junio de 2007 permiten, de manera general, realizar un análisis desagregado de las operaciones de las entidades fuera de plaza, particularmente de las captaciones y del crédito al sector privado.

a) Captaciones

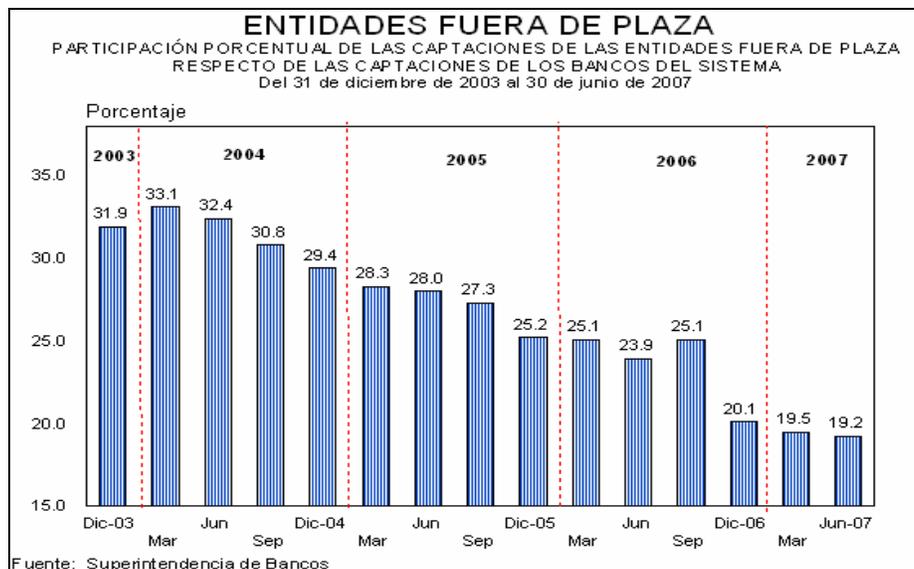
Las captaciones totales (incluyendo bonos) de las entidades fuera de plaza, al 30 de junio de 2007 registraron un saldo por el equivalente a Q16,281.2 millones, monto inferior en Q1,999.3 millones (10.9%) al registrado al 30 de junio de 2006 y menor en Q19.7 millones (0.12%) al registrado el 31 de diciembre de 2006. Este comportamiento podría ser resultado de los retiros de fondos por parte de cuentahabientes e inversionistas de tales entidades, en particular de Bancafe International Bank, Ltd.¹⁶, entidad fuera de plaza, miembro del Grupo Financiero del País que al 30 de septiembre de 2006 registraba captaciones por un monto equivalente en quetzales de

¹⁶ Mediante resolución JM-122-2006, modificada por la resolución JM-125-2006, la Junta Monetaria resolvió revocar la autorización de la conformación del grupo financiero "Bancafe Grupo financiero del País", que incluía a Bancafe International Bank, Ltd.

Q1,257.3 millones (7.0% de las captaciones totales de las entidades fuera de plaza).



A finales de 2006, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban 20.1% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 30 de junio de 2007, dicha proporción representó 19.2%, lo que mantiene la tendencia decreciente observada desde 2004, como se ilustra en la gráfica siguiente.

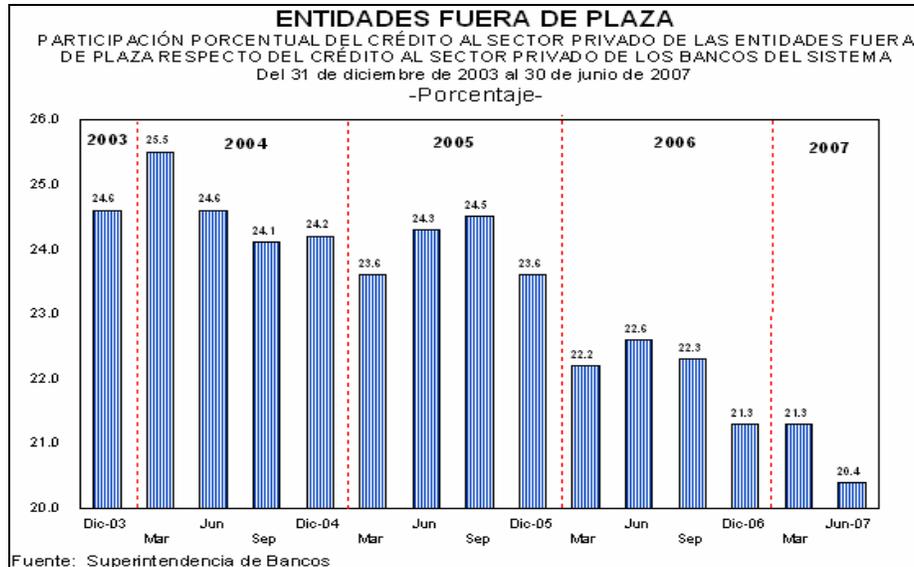


b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza, al 30 de junio de 2007, muestra un saldo por el equivalente de Q14,061.5 millones, monto superior en Q1,820.8 millones (14.9%) al registrado al 30 de junio de 2006 y mayor en Q811.8 millones (6.1%) al observado al 31 de diciembre de 2006.



A finales de 2006 el crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza representaba 21.3% del total otorgado por el sistema bancario nacional, mientras que al 30 de junio de 2007 tenía una participación de 20.4% del total, como se ilustra en la gráfica siguiente.

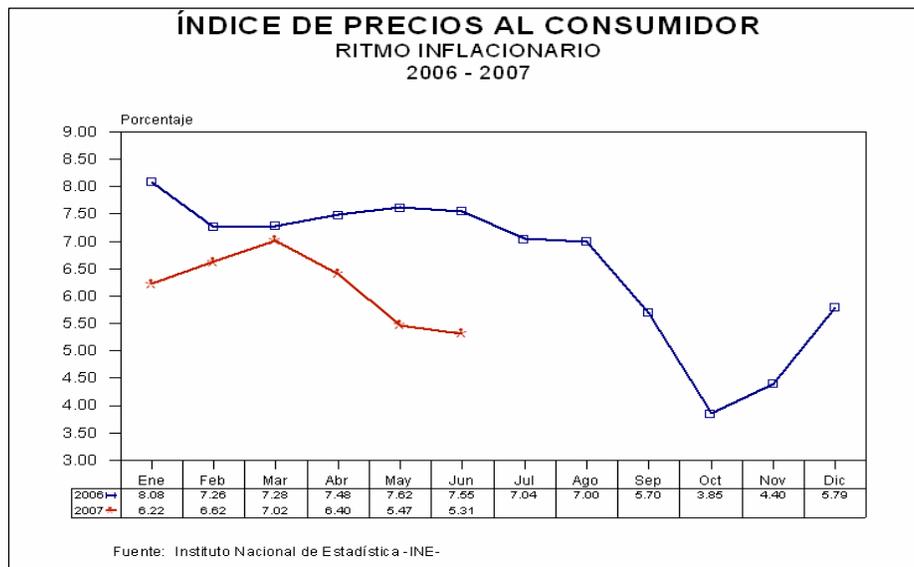


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de junio de 2007, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 5.31%, porcentaje que se sitúa dentro de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia (5.0% +/- 1 punto porcentual). El referido porcentaje resulta inferior en 2.24 puntos porcentuales al observado en junio de 2006 (7.55%).





El comportamiento observado en la inflación interanual a junio de 2007 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 7.48%, que explica el 60.80% de la variación interanual del IPC. Destacan, por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Pan y cereales* (14.28%); *Leche, productos lácteos y huevos* (6.79%); *Frutas frescas, secas y en conserva* (6.31%), *Carnes* (5.22%); y, *Comidas preparadas fuera del hogar* (4.67%), que en conjunto explican el 90.60% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son: *el maíz* (28.94%); las *tortillas* (14.31%); el *pan* (13.78%); la *carne de aves fresca, refrigerada y congelada* (8.56%); que en conjunto representaron el 34.64% del total de la inflación a junio de 2007.

La división de gasto **Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa** (ponderación 7.95%), registró un crecimiento interanual de 5.27% y explicó el 7.16% del ritmo inflacionario total. En dicho comportamiento incidieron, principalmente, los precios medios de los *servicios para el mantenimiento rutinario del hogar* (5.95%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%), registró un crecimiento interanual de 4.14% y representó 7.06% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, especialmente, el precio medio del *gas propano* (16.55%) y los *alquileres de vivienda* (4.27%).

El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas, explicó, en conjunto, el 75.02% del ritmo inflacionario observado a junio 2007.

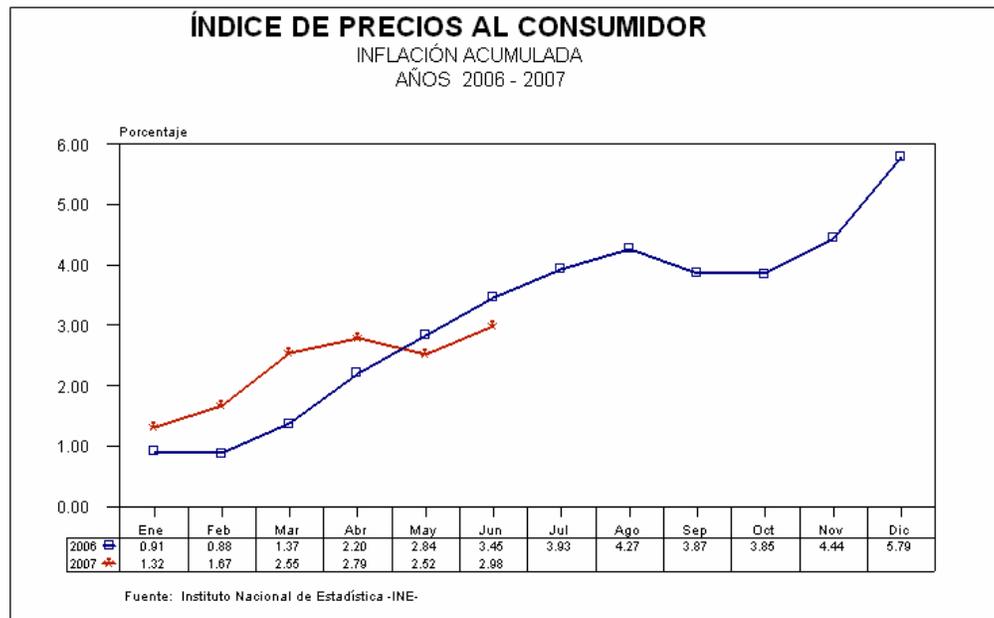


ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
 (Base: Diciembre 2000 = 100.0)
 Junio 2007

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Junio 2006	Junio 2007	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO 2/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 3/
ÍNDICE GENERAL	100.00	150.38	158.37	5.31	5.31	100.00
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	167.67	180.21	7.48	3.23	60.80
2. Vestuario y calzado	7.94	127.14	130.88	2.94	0.20	3.72
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	136.52	142.17	4.14	0.38	7.06
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	137.04	144.26	5.27	0.38	7.16
5. Salud	5.48	142.34	147.62	3.71	0.19	3.62
6. Transporte y comunicaciones	10.92	141.05	144.86	2.70	0.28	5.20
7. Recreación y cultura	6.83	147.34	153.53	4.20	0.28	5.30
8. Educación	5.60	149.46	154.43	3.33	0.19	3.49
9. Bienes y servicios diversos	6.53	139.75	144.22	3.20	0.19	3.65

1/ Tasa de variación del índice 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.
 Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

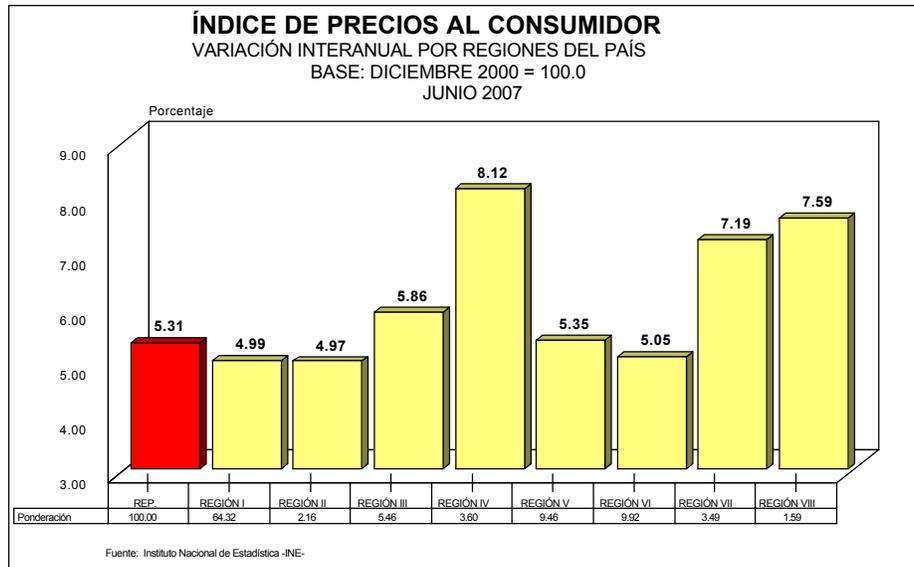
La inflación acumulada a junio del presente año, a nivel república, alcanzó una variación de 2.98%, inferior en 0.47 puntos porcentuales a la registrada al mismo mes del año anterior (3.45%).



A nivel de regiones¹⁷, la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 8.12%; la Región VIII (Petén) exhibió una variación interanual de 7.59%; y, la Región VII (Noroccidente), registró una variación de

¹⁷ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.

7.19%. Por su parte, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 4.99%, inferior en 0.32 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (5.31%).



En la Región IV (Suroriente), con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio del *tomate* (70.19%). Por su parte el *pan* registró una variación de 47.36%; *otras verduras y hortalizas* (28.81%); *otras frutas frescas* (28.61%); y, *productos de tortillería* (2.37%). Cabe indicar que los incrementos mencionados explican, en conjunto, 67.00% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región VIII (Petén), con una ponderación de 1.59% obedece, particularmente, al alza registrada en el precio medio de los *gastos derivados del servicio de agua domiciliaria* (95.71%); del *maíz* (49.05%); de los *productos de tortillería* (30.29%); del *pan* (18.63%); y, de *otras verduras y hortalizas* (14.78%), divisiones que en conjunto representan el 53.62% de la variación de dicha región.

El incremento observado en la Región VII (Noroccidente), con una ponderación de 3.49%, obedece, principalmente, al alza registrada en el precio medio de *otras verduras y hortalizas* (101.45%); de la *zanahoria* (59.16%); del *maíz* (46.89%); del *pan* (29.94%); y, de *carne de aves fresca*,

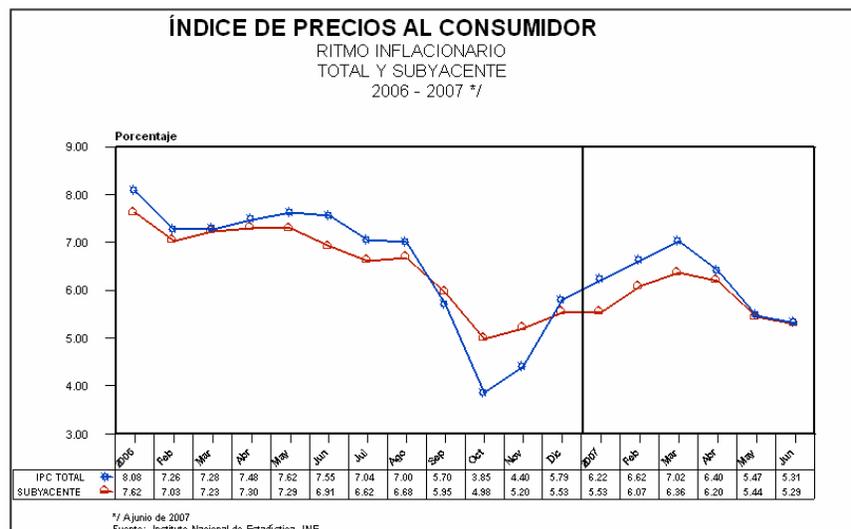
refrigerada o congelada (18.58%), gastos básicos que en conjunto explicaron el 67.45% de la variación de dicha región.

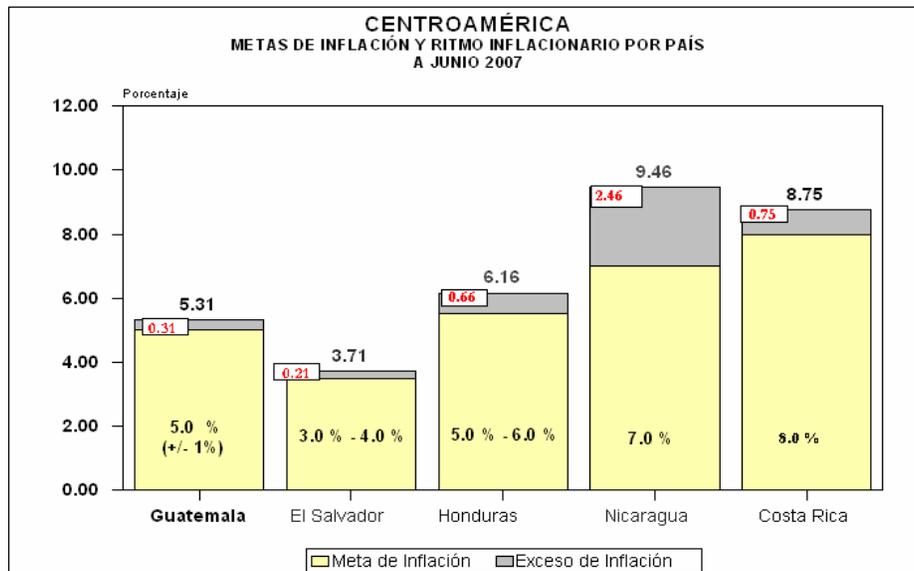
La variación interanual registrada en la Región I (Metropolitana), con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en los precios medios de los *productos de tortillería* (18.25%); del *pan* (13.82%); de la *carne de aves fresca, congelada y refrigerada* (9.26%); de los *servicios para el mantenimiento rutinario del hogar* (6.79%); y, de los *alquileres reales de vivienda* (4.60%), productos que explican el 40.48% del total de la variación registrada.

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. 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, gasolinás*, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.04%, respectivamente, para un total de 8.18%.

En tal sentido, la inflación subyacente, a nivel república, registró a junio de 2007 una variación interanual de 5.29% (6.91% a junio de 2006), inferior en 0.02 puntos porcentuales a la inflación total (5.31%).





4. Proyección econométrica de inflación para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a junio de 2007 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 6.10%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2007 (5% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario de 5.24%, dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

En ese sentido, cabe indicar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando esfuerzos en materia de política monetaria, debidamente apoyados por la política fiscal, para el cumplimiento de la meta de inflación.

5. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural

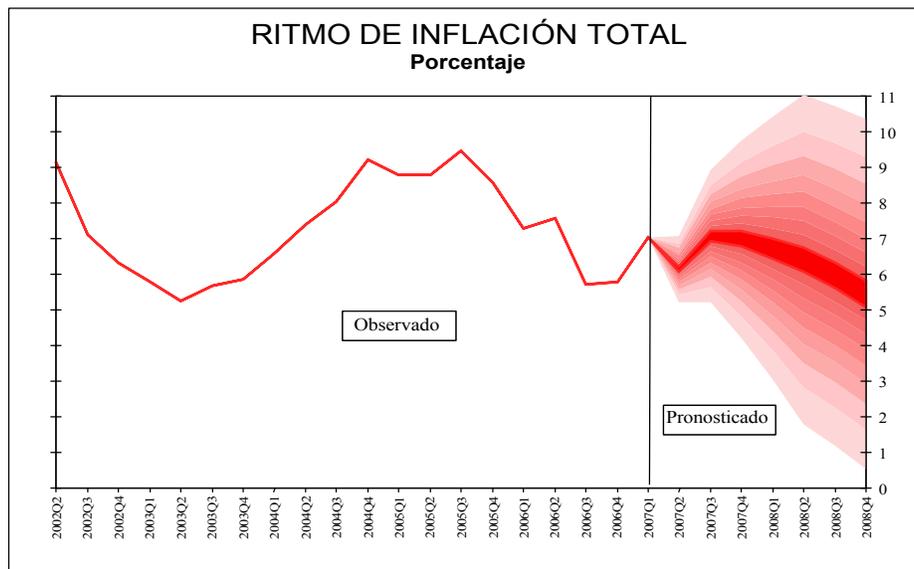
En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su corrimiento correspondiente al

segundo trimestre de 2007 y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos.

a) Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un “diagrama de abanico”, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información más reciente.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período comprendido del segundo trimestre de 2007 al cuarto trimestre de 2008, generado por el segundo corrimiento del MMS en 2007. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2007 es de 6.99%; mientras que para el cuarto trimestre de 2008 es de 5.45%.



Existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del



pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado anteriormente.

b) Balance de riesgos

El cuadro siguiente muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; es decir, la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de ciertos rangos de valores.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2007				Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2008			
Meta		5%		Meta		4.5%	
Margen de Tolerancia		± 1%		Margen de Tolerancia		± 1%	
	Pronóstico en		Diferencia		Pronóstico en		Diferencia
	2007Q1	2007Q2	(C) = (B) - (A)		2007Q1	2007Q2	(C) = (B) - (A)
	(A)	(B)			(A)	(B)	
Pronóstico Modal	5.79%	6.99%	1.20%	Pronóstico Modal	4.83%	5.45%	0.62%
P(p > Pronóstico Modal)	50%	50%	0.00	P(p > Pronóstico Modal)	50%	50%	0.00
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:				Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		Diferencia		Pronóstico en		Diferencia
	2007Q1	2007Q2	(C) = (B) - (A)		2007Q1	2007Q2	(C) = (B) - (A)
	(A)	(B)			(A)	(B)	
P(p ∈ [4%, 6%])	34.54%	24.12%	-10.42%	P(p ∈ [3.5%, 5.5%])	28.10%	26.75%	-1.35%
P(p ≧ 6%)	46.02%	72.13%	26.11%	P(p ≧ 5.5%)	40.19%	48.62%	8.43%
P(p < 4%)	19.44%	3.75%	-15.69%	P(p < 3.5%)	31.71%	24.63%	-7.08%

Como se observa en el cuadrante del lado izquierdo, la meta de inflación para 2007 es de 5.0% +/- 1 punto porcentual. De acuerdo con el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2007, existía un 34.54% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la mencionada meta de inflación, un 46.02% de probabilidad de que la inflación se situara por encima de la meta y un 19.44% de probabilidad de que la inflación interanual se ubicara por debajo de la referida meta de política monetaria. Por otra parte, según el pronóstico generado en el segundo corrimiento de 2007 (véase Anexo 3), existe un 24.12% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2007, un 72.13% de probabilidad de que la inflación se ubique por arriba de la meta y un 3.75% de probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

Por su parte, el cuadrante del lado derecho muestra el balance de riesgos del pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto



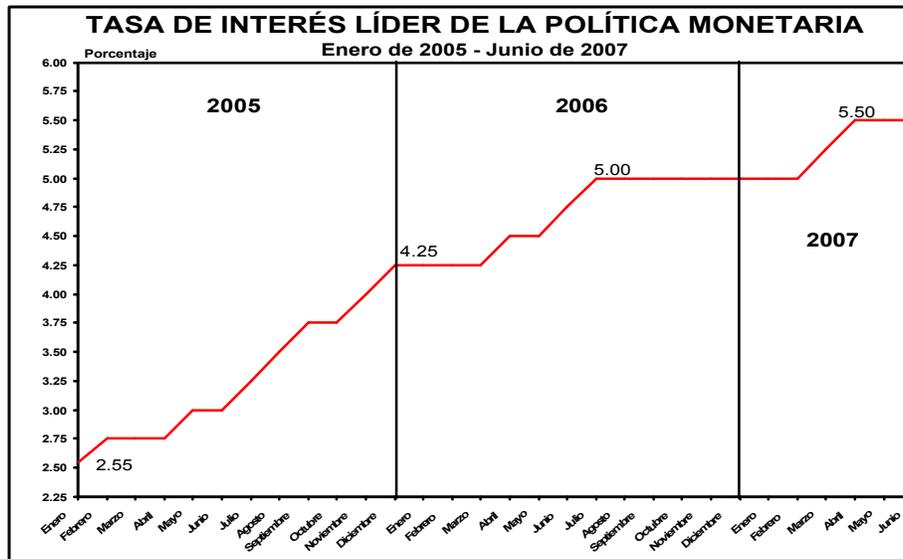
trimestre de 2008. Como se observa en dicho cuadrante, la meta de inflación para 2008 es de 4.5% +/- 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2007, existía un 28.10% de probabilidad de que la inflación interanual se encontrara dentro de la meta de inflación, un 40.19% de probabilidad de que la inflación se encontrara por encima de la meta y un 31.71% de probabilidad de que la inflación interanual se ubicara por debajo de la referida meta. Por otra parte, según el pronóstico generado en el segundo corrimiento de 2007, existe un 26.75% de probabilidad de que la inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, un 48.62% de probabilidad de que la inflación se ubique por arriba de la meta y un 24.63% de probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de la meta de política monetaria.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de estabilización monetaria

a) En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a junio de 2007, en las operaciones de estabilización monetaria -OEMs- de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, la tasa de interés de Certificados de Depósito a Plazo -CDP- al plazo de 7 días (tasa de interés líder de la política monetaria) se incrementó el 29 de marzo de 5.00% a 5.25% y el 26 de abril de 5.25% a 5.50%, luego de que la Junta Monetaria conociera el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y los pronósticos de inflación presentados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, tanto para 2007 como para 2008, los cuales se ubicaban por arriba de la meta establecida para cada uno de esos años. A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento de la tasa de interés líder de la política monetaria en los últimos años.



Por su parte, las tasas de interés de las OEMs en el mecanismo de licitación fueron determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron. El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada uno de los plazos de hasta un año, los cuales se fijaron tomando en cuenta la información que proporciona el flujo estimado de monetización y la regla establecida para el efecto, la que, a su vez, se fundamenta en una estructura de plazos acorde con su comportamiento histórico reciente y en un entorno que propicie gradualmente la reducción del saldo de las OEMs de muy corto plazo (7 días).

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo convenido en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó que, a partir de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación los lunes a plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, con cupos preestablecidos; mientras que los martes y los jueves a plazos de 1092 días (3 años), de 1820 días (5 años) y de 2548 días (7 años) sin cupos preestablecidos. Asimismo, el Comité de Ejecución determinó que las convocatorias de los lunes se realizaran de forma alterna a los plazos de 91 días y de 182 días; es decir, 91 días y 364 días una semana y 182 días y 364 días la semana siguiente.

En la tabla siguiente se presentan las tasas de interés promedio ponderado mensual para los plazos convocados.

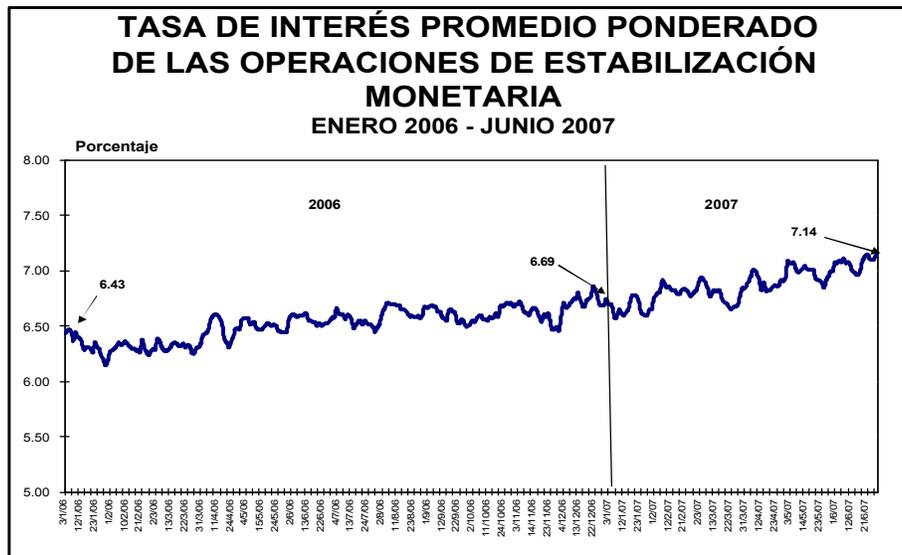


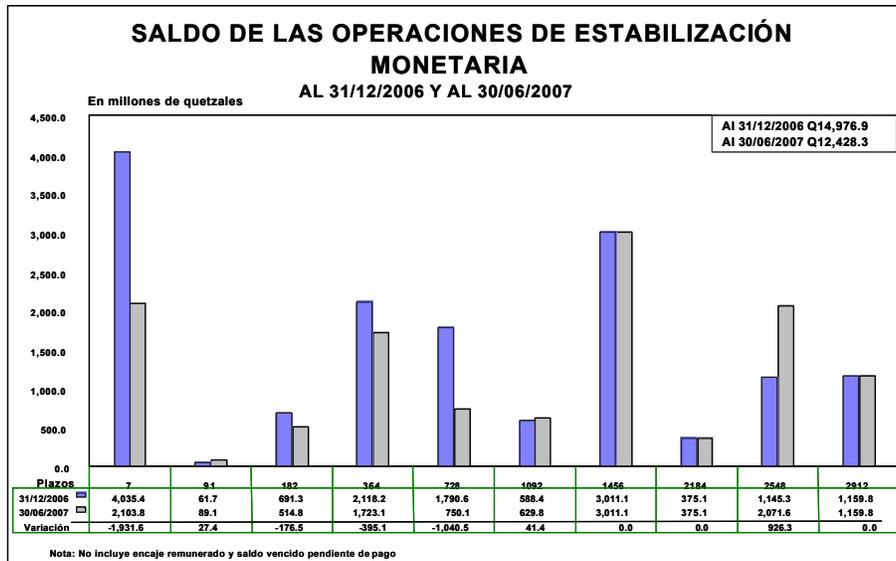
**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO
DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
EN LICITACIÓN
DE ENERO A JUNIO 2007
- En Porcentajes -**

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO
91	-	5.25	5.25	-	-	-
182	5.50	-	5.50	-	-	-
364	6.20	6.20	6.20	6.38	6.56	6.65
1092 a/	6.80	-	-	-	-	-
2548 a/	8.00	-	-	-	-	-

a/ Para estos plazos se dejó de licitar a partir del 2 de febrero de 2007

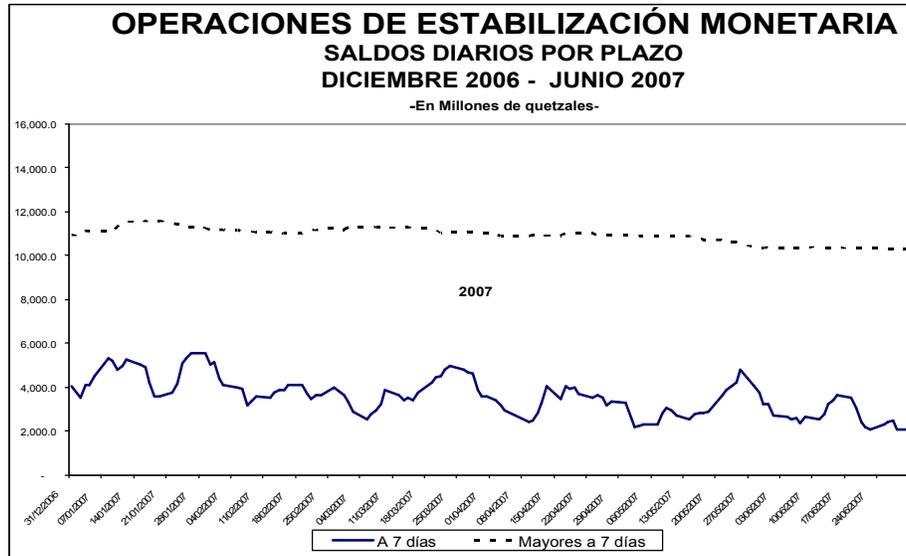
La tasa de interés promedio ponderado del saldo de las OEMs durante el período del 31 de diciembre de 2006 al 30 de junio de 2007 mostró un comportamiento al alza, al pasar de 6.69% a 7.14%, como consecuencia de la colocación de OEMs a los plazos de 1092 y 2548 días. En las gráficas siguientes se muestra, por una parte, el comportamiento de la tasa de interés promedio ponderado de enero de 2006 a junio de 2007 y, por la otra, se comparan los saldos de las OEMs entre el 31 de diciembre de 2006 y el 30 de junio de 2007.





Al analizar el saldo de las OEMs por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores. Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un mínimo de Q10,322.2 millones el 26 de junio de 2007 y un máximo de Q11,576.2 millones el 19 de enero de 2007.

Por su parte, las operaciones a 7 días registraron un máximo de Q5,577.9 millones el 26 de enero de 2007 y un mínimo de Q2,073.5 millones el 22 de junio de 2007. El saldo total de las OEMs registrado al 30 de junio de 2007 ascendió a Q12,428.3 millones, del cual Q2,103.8 millones (17.0%) corresponde al plazo de 7 días.



Por otra parte, en el marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria, contenido en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, se estableció que el Banco de Guatemala podrá participar en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- o en las bolsas de valores, inyectando o retirando liquidez.

En este contexto, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 7.65%, recibiendo como garantía de dichas operaciones únicamente títulos públicos.

Asimismo, el Comité de Ejecución dispuso que a partir del 22 de enero de 2007, era necesario contar con medidas preventivas para proporcionar liquidez al sistema bancario. En ese sentido, consideró que era procedente ampliar los plazos para las operaciones de inyección de liquidez, de manera temporal, hasta el 31 de marzo de 2007, para lo cual dispuso que el Banco de Guatemala realizara dichas operaciones a los plazos de 7, de 14 y de 28 días a las tasas de interés de 6.50%, de 6.60% y de 6.75%, respectivamente. La garantía de dichas operaciones se constituiría recibiendo únicamente títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

En el contexto descrito, vale la pena puntualizar que la elección de las tasas de interés indicadas, se fundamentó en que la brecha



entre las tasas de interés líder pasiva y activa, por una parte, converja a un nivel que no permita el arbitraje y, por la otra, que no sea demasiado alta que desincentive el acceso a recursos del Banco Central.

El Comité de Ejecución acordó, el 30 de marzo de 2007, prorrogar hasta el 31 de mayo de 2007 la realización de operaciones de inyección de liquidez a los plazos de 7, de 14 y de 28 días, con el propósito de que, de ser necesario, las instituciones bancarias pudieran acceder a mecanismos que les permitan proveerse de liquidez proveniente del Banco Central. Para la determinación de las tasas de interés a aplicar, el Comité acordó que el Banco de Guatemala realizara operaciones de inyección de liquidez a tasas de interés que mantengan el margen actual sobre la tasa líder de política monetaria; es decir, de 1.50 puntos porcentuales para el plazo de 7 días; de 1.60 puntos porcentuales para el plazo de 14 días; y, de 1.75 puntos porcentuales para el plazo de 28 días. Asimismo, el Comité de Ejecución acordó que se continuará aceptando como garantía de dichas operaciones títulos públicos expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

El 25 de mayo de 2007, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 1 de junio dichas operaciones de inyección de liquidez se realizaran únicamente al plazo de 7 días y que la tasa de interés a aplicar mantuviera el margen de 1.50 puntos porcentuales respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

De enero a junio de 2007 se realizaron operaciones de inyección de liquidez por Q152.6 millones al plazo de 7 días, por Q38.1 millones al plazo de 14 días y por Q261.4 millones al plazo de 28 días. El saldo de las mismas al 30 de junio era de Q76.0 millones.

b) En moneda extranjera

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta que durante el período de enero a junio de 2007 no existían presiones cambiarias ni se anticipaban vencimientos significativos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, estimó innecesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.



Por otra parte, el Comité de Ejecución acordó que se continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días y que para la tasa de interés a aplicar se tomara como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

El Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 26 de marzo, continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos que estime convenientes. Para el efecto, estableció que la tasa de interés a aplicar se determinara por una comisión en la que participara la Presidencia, la Gerencia y el Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, del Banco de Guatemala, para lo cual se podrá tomar como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares o la tasa de rendimiento de las inversiones de las reservas monetarias internacionales.

Cabe mencionar que al 30 de junio de 2007, el saldo de las OEMs en dólares de los Estados Unidos de América fue US\$46.7 millones.

2. Limitaciones de los cupos de captación y del mecanismo de transmisión de la política monetaria

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006, en la que determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, dispuso que para mejorar la efectividad de las operaciones de estabilización monetaria, en el sentido de que los movimientos de la tasa de interés líder se reflejen en los demás plazos de captación, evaluara los criterios que permitan mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés líder, incluyendo el relativo a la determinación de los cupos de captación, así como a la forma de estimación de la tasa de interés de referencia para realizar las adjudicaciones correspondientes.

El propósito de los referidos criterios, se relaciona con el hecho de que el esquema de metas explícitas de inflación requiere de un



marco operacional basado en la realización de OEMs en condiciones de mercado y de un mecanismo de transmisión monetaria eficiente que no sólo fortalezca el desarrollo del mercado primario de títulos públicos, sino que, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos, a fin de que el Banco Central pueda enviar señales claras al mercado de dinero sobre la orientación de su política, así como recibir de éste aquella información que le permita disponer de elementos adicionales para la toma oportuna de decisiones.

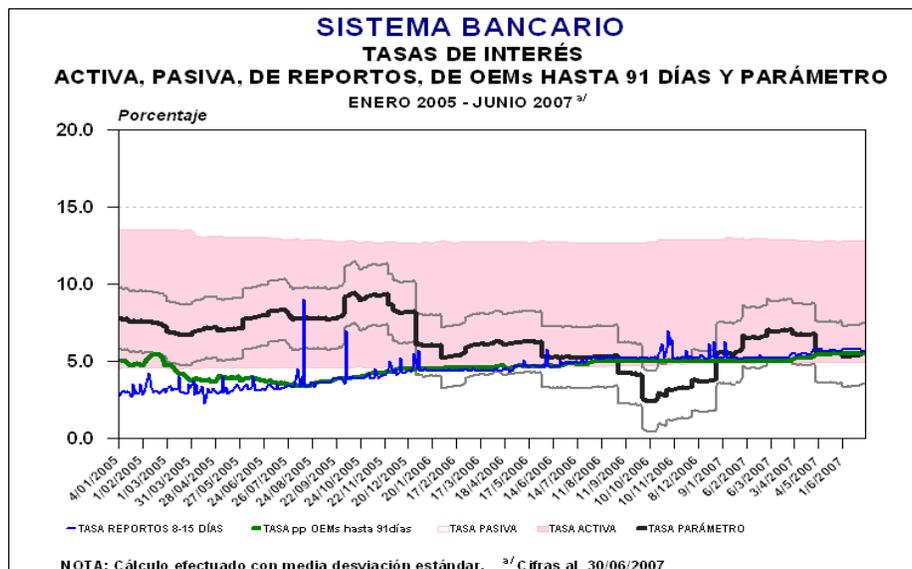
En ese contexto, se estima que las medidas adoptadas en el primer semestre de 2007, relativas a mantener la reducción de la frecuencia de licitaciones, contribuirán, conjuntamente con las mejoras previstas a los procedimientos operativos relacionados con la expedición de certificados de depósitos a plazo por fecha de vencimiento y con la transferencia de titularidad de los depósitos a plazo en custodia en el Banco Central (como se explica más adelante), a estimular el mercado secundario de los depósitos a plazo del Banco de Guatemala y a mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

3. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”¹⁸, e 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 el resultado indique los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 establece que la tasa de interés parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de repo de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

¹⁸ La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado “Tasa Parámetro”. En forma algebraica la tasa parámetro se define de la siguiente manera: $ip = [i_{pasiva} + (\pi - \pi^e)] + \{1/2[(\pi - \pi^e)] + 1/4[VTC - (\pi^e - \pi^i)] + [1/4(IMAE - Y^e)]\}$; en donde i_{pasiva} = tasa de interés pasiva promedio ponderado; π = ritmo inflacionario; π^e = inflación esperada según meta de política; VTC = depreciación interanual del tipo de cambio; π^i = inflación internacional esperada; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; y , Y^e = crecimiento esperado del PIB.

Al 30 de junio de 2007, la tasa de interés parámetro se situó en 5.56% y sus límites superior e inferior, calculados con media desviación estándar, se situaron en 7.53% y 3.58%, respectivamente. Cabe indicar que tanto la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días como la tasa de interés para las operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días, se mantuvieron dentro de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro. En efecto, al 30 de junio dichas tasas se ubicaron en 5.66% y 5.48%, respectivamente, indicando que la política monetaria a la referida fecha debía mantenerse invariable.



4. Tasa de interés pasiva de paridad

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

Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para los depósitos a plazo). Además,

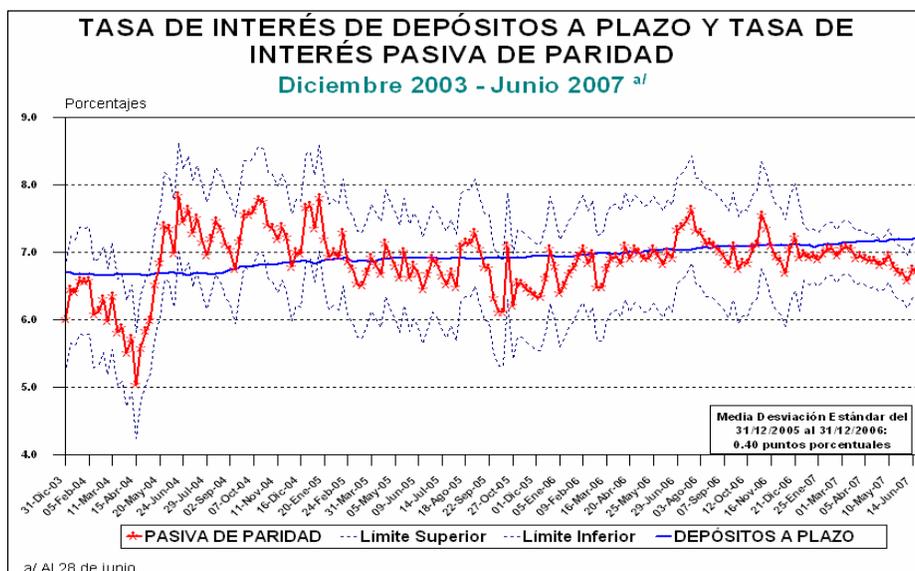


para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) observado en el Mercado Institucional de Divisas y el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) de las posturas en el mercado de futuros de Guatemala. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero a junio de 2007 se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), fue superior a la tasa pasiva de paridad. En efecto, al 28 de junio, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.19%; en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 6.68%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación aconsejaría a los agentes económicos que a junio de 2007 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad¹⁹, ésta se ubicó dentro de dicho margen hasta mediados de mayo de 2007, sugiriendo una orientación de política monetaria invariable. Vale mencionar que a partir de la tercera semana de mayo y durante junio, la referida variable se ubicó por arriba del límite superior del margen de tolerancia, aconsejando relajar las condiciones monetarias.

¹⁹ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar. Con información semanal comprendida entre el 31 de diciembre de 2005 y el 31 de diciembre de 2006, se estableció que media desviación estándar equivale a 0.40 puntos porcentuales.

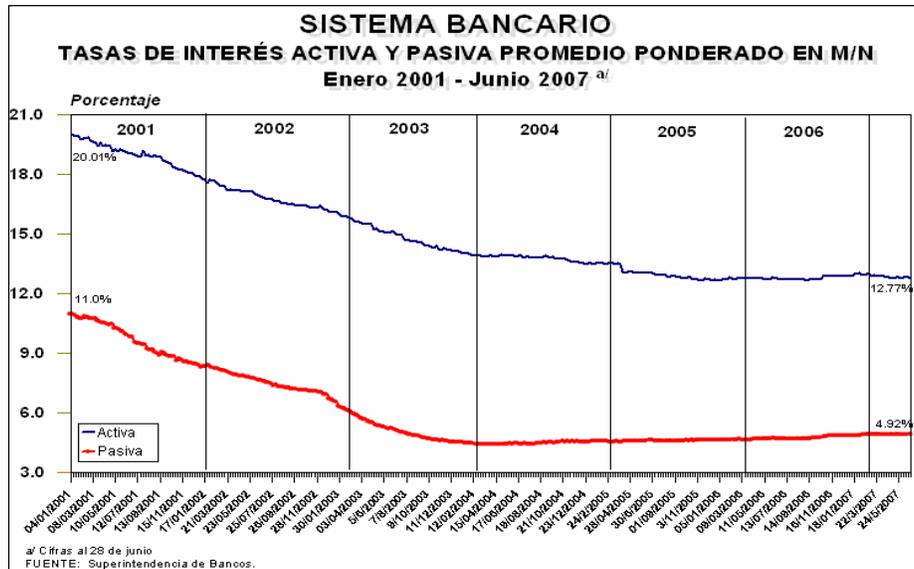


5. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario²⁰

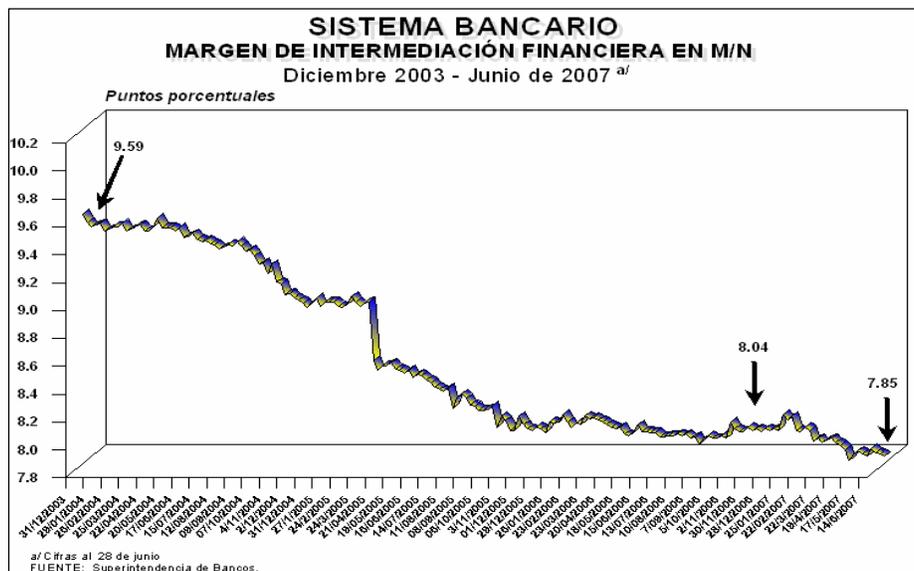
a) En moneda nacional

De enero a junio de 2007, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y una leve tendencia hacia la baja en el caso de la tasa activa y hacia el alza en el caso de la tasa pasiva. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 28 de junio se situó en 12.77%, inferior en 0.11 puntos porcentuales con respecto a la observada a finales de diciembre de 2006 (12.88%); mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.92%, superior en 0.08 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2006 (4.84%).

²⁰ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación el dato correspondiente al rubro de préstamos con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. Por su parte, en el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación el dato correspondiente a los depósitos a la vista.



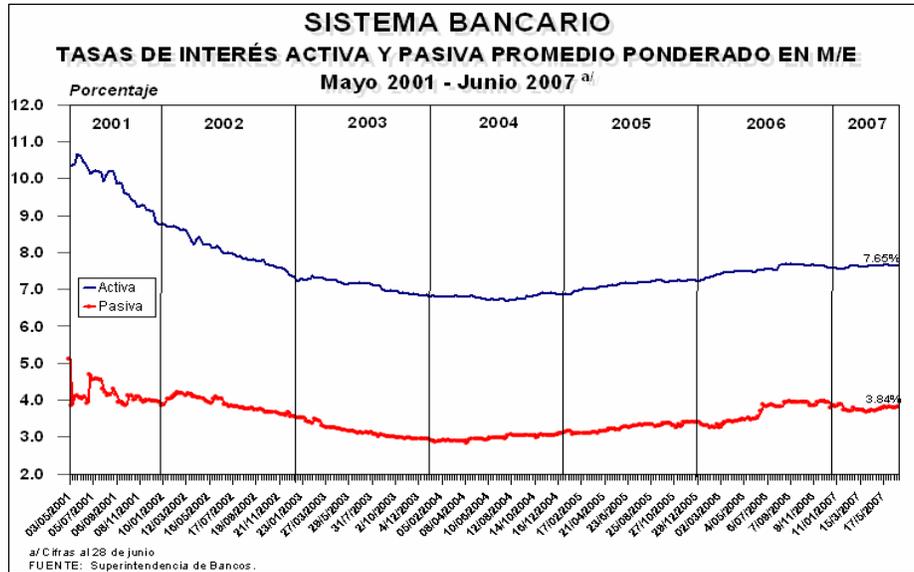
Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado en el primer semestre, el margen de intermediación financiera se situó en 7.85 puntos porcentuales, inferior en 0.19 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2006 (8.04 puntos porcentuales).



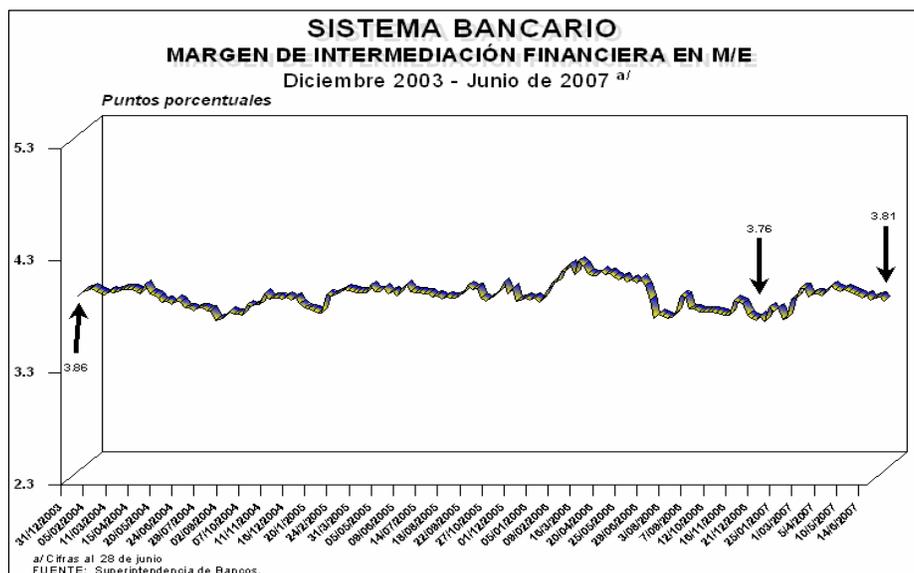
b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, durante el período enero-junio de 2007 exhibieron un comportamiento estable. En efecto, la tasa de interés activa, el 28 de junio se

situó en 7.65%, superior en 0.08 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2006 (7.57%). Por su parte, la tasa de interés pasiva mostró un incremento, al pasar de 3.81% en diciembre de 2006 a 3.84% en junio de 2007.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado en el primer semestre, el margen de intermediación financiera aumentó 0.05 puntos porcentuales, al pasar de 3.76 puntos porcentuales en diciembre de 2006 a 3.81 puntos porcentuales el 28 de junio de 2007.





C. LIQUIDEZ PRIMARIA

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 dispuso, entre otros aspectos, continuar utilizando la liquidez primaria como variable indicativa, la cual incluye la emisión monetaria y la base monetaria amplia (numerario en circulación, encaje bancario y operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo). A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 29 de junio de 2007.

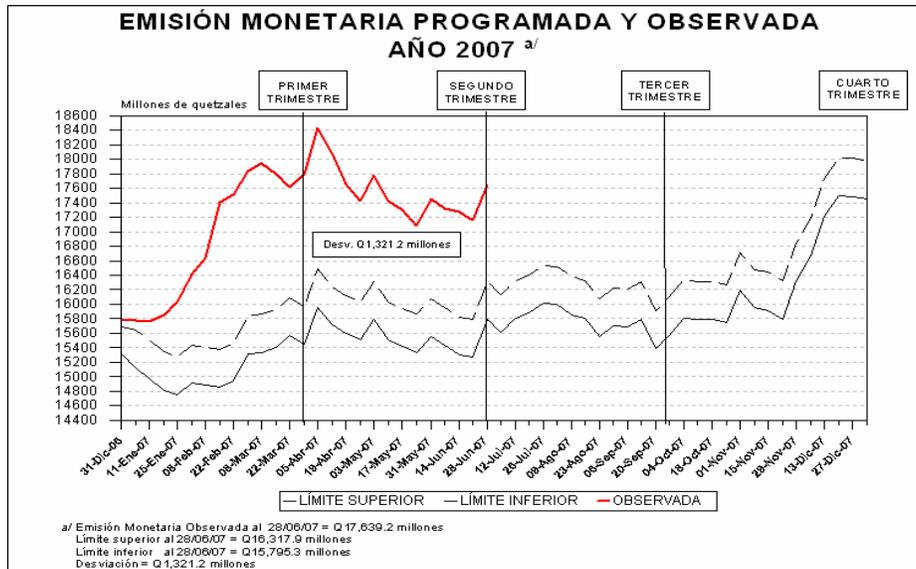
1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario revisado para 2007, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca, en términos interanuales, alrededor de 11.2%, aumento que resulta compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 5.2% y con la meta de inflación (5% +/- 1 punto porcentual).

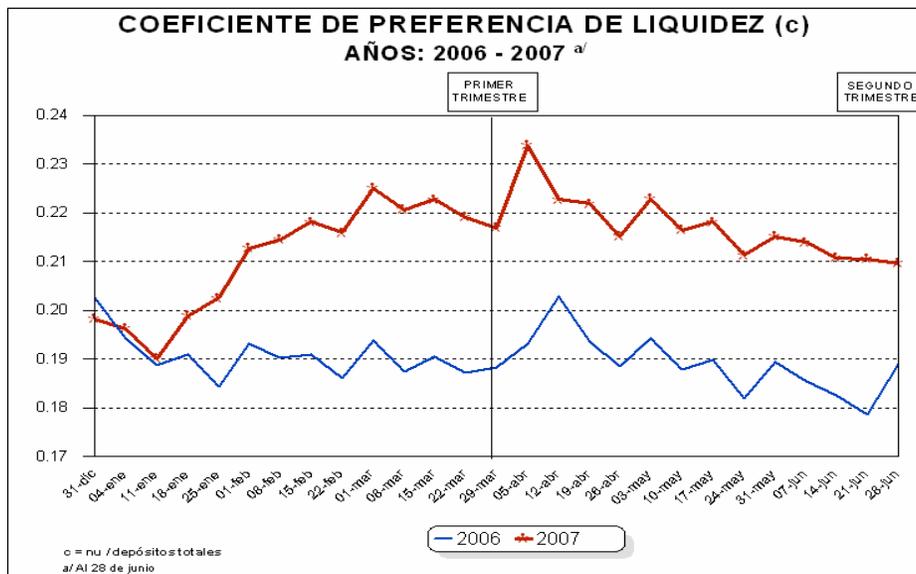
Durante el primer trimestre de 2007, el saldo de la emisión monetaria se expandió de manera importante por arriba del límite superior del corredor programado, principalmente, por una mayor demanda de efectivo por motivo precaución, inducida tanto por la escasez de numerario de finales de 2006 y principios de 2007, como por un cambio en las expectativas de los agentes económicos con relación a la evolución del sistema bancario nacional, ante la suspensión de operaciones de un banco del sistema, determinada por la Junta Monetaria el 12 de enero de 2007. A partir del 22 de febrero el desvío de la emisión monetaria empezó a disminuir, aun cuando éste continuó por encima del límite superior del corredor programado, observando su mayor valor el 8 de marzo, cuando alcanzó Q2,080.7 millones.

Durante el segundo trimestre, la emisión monetaria mostró un comportamiento cercano a su estacionalidad y el desvío tendió a reducirse, hasta ubicarse el 29 de junio de 2007 en Q1,321.2 millones.

A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento observado y programado de la emisión monetaria en el primer semestre.



En el contexto descrito, cabe puntualizar que el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, luego de haber experimentado una tendencia al alza a partir de la tercera semana de enero de 2007 (congruente con el nivel de emisión monetaria), empezó a revertir la referida tendencia, lo que refleja que las expectativas de los agentes económicos, en términos de demanda de emisión monetaria, empezaron a normalizarse, como se ilustra en la gráfica siguiente.



El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse en el contexto del programa monetario revisado para 2007, del cual



forma parte y cuyos componentes principales se presentan en el cuadro siguiente.

PROGRAMA MONETARIO REVISADO PARA 2007
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2006 AL 30 DE JUNIO DE 2007
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	1399	3425	2026
US\$	175	428	253
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-1276	-3302	-2026
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-948	-4888	-3940
1.1. Gobierno Central	-492	-4724	-4232
1.2. Resto sector público	-456	-164	293
2. Posición con bancos y financieras	1718	888	-830
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	-2	-2
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1718	890	-828
3. Otros activos netos	338	409	71
3.1. Gastos y productos	30	-13	-42
3.2. Activos netos no clasificados	308	421	114
4. Operaciones de estabilización monetaria	419	2032	1613
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-2804	-1744	1060
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	123	123	0
OEMs totales	-2664	1878	4542

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

a) Monetización externa

En el programa monetario se estimó que al finalizar el primer semestre de 2007, el nivel de Reservas Monetarias Internacionales Netas -RMIN- aumentaría en alrededor de Q1,399.0 millones (US\$175.0 millones); sin embargo, al 30 de junio exhibió un aumento de Q3,425.0 millones (US\$428.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q2,026.0 millones (US\$253.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por el desembolso recibido el 27 de junio del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-, correspondiente al Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$100.0 millones, que se tenía programado que ingresara en el tercer trimestre del año; por el desembolso recibido el 29 de junio del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-, correspondiente al Programa de Reforma



de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones, que no se tenía programado por no tener certeza de su ingreso; y, por el incremento en el saldo del encaje bancario en moneda extranjera por US\$41.3 millones respecto de lo programado.

b) Activos internos netos

i) Posición con el sector público

De enero a junio del presente año, el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q4,724.0 millones, monto superior en Q4,232.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario para dicho período, lo que se explica, por una parte, por el menor uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, asociado a una menor ejecución del gasto público respecto de lo programado en el semestre y, por la otra, por los desembolsos recibidos del BIRF y del BID, comentados en el apartado anterior.

Por su parte, la posición del resto del sector público fue desmonetizante en Q164.0 millones, inferior en Q293.0 millones a lo programado para el primer semestre. Este resultado se explica porque el nivel de depósitos y el de las inversiones del resto del sector público en el Banco de Guatemala se ubicaron por debajo de lo programado en alrededor de Q135.0 millones y Q158.0 millones, respectivamente.

ii) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, durante el primer semestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q1,718.0 millones, derivado de la disminución prevista en el nivel del encaje bancario en el Banco de Guatemala. Cabe indicar que el comportamiento observado del encaje bancario al finalizar el semestre fue monetizante en Q890.0 millones, lo que representó una menor monetización por Q828.0 millones respecto de lo programado. Dicha desviación se asocia a que los bancos del sistema no continuaron disminuyendo sus depósitos en el Banco de Guatemala, como se había observado en el primer trimestre, sino más bien aumentaron los mismos, situación que se asocia a vencimientos de inversiones que tenían en OEMs del Banco de Guatemala.



iii) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al 30 de junio fue desmonetizante en Q13.0 millones, monto inferior en Q42.0 millones a lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a que se percibieron mayores ingresos respecto de lo programado por concepto de rendimiento neto de la inversión de las RMIN por el equivalente a Q20.0 millones y se pagaron menos intereses por concepto de operaciones de estabilización monetaria por Q18.0 millones.

iv) Operaciones de estabilización

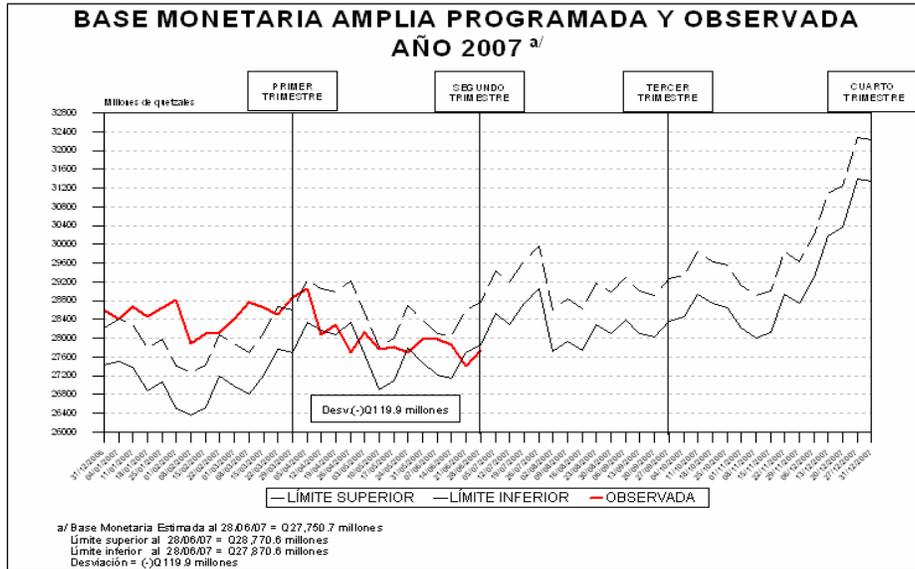
El programa monetario previó que en el primer semestre de 2007 se tendrían que realizar OEMs por Q2,664.0 millones. Al 30 de junio, el saldo de las OEMs registró una disminución de Q1,878.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que generó una desviación de dicha variable por Q4,542.0 millones. Dicho desvío fue compensado casi en su totalidad, por el mayor nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala respecto de lo programado.

2. Base monetaria amplia

La base monetaria amplia es la sumatoria del numerario en circulación, el encaje bancario y el saldo de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento a un plazo de hasta 91 días).

El seguimiento de la referida variable, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, se realiza con base en un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez. El margen de tolerancia se estableció en una desviación estándar.

En el contexto descrito, se estima que al finalizar el año, la base monetaria amplia crezca en alrededor de 11.2% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que representa un aumento de Q3,190.7 millones.



Durante el primer semestre de 2007, la trayectoria de la base monetaria amplia mostró, en promedio, un desvío de alrededor de Q332.0 millones. Cabe indicar que durante el primer trimestre del año, la referida variable se ubicó por arriba del límite superior del corredor programado, comportamiento que se asocia, básicamente, a la mayor demanda de numerario en circulación por parte de los agentes económicos. A partir del segundo trimestre del año, el saldo de la base monetaria amplia registró una tendencia descendente conforme a su comportamiento estacional, ubicándose en primer término, dentro del corredor estimado, para situarse a finales de junio por debajo del límite inferior del corredor programado, con una desviación de Q119.9 millones.

Por su parte, la orientación en términos de política monetaria que brinda la variable liquidez primaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables²¹. En ese sentido, al 29 de junio de 2007, la emisión monetaria, como se indicó, se ubicó Q1,321.2 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria amplia se

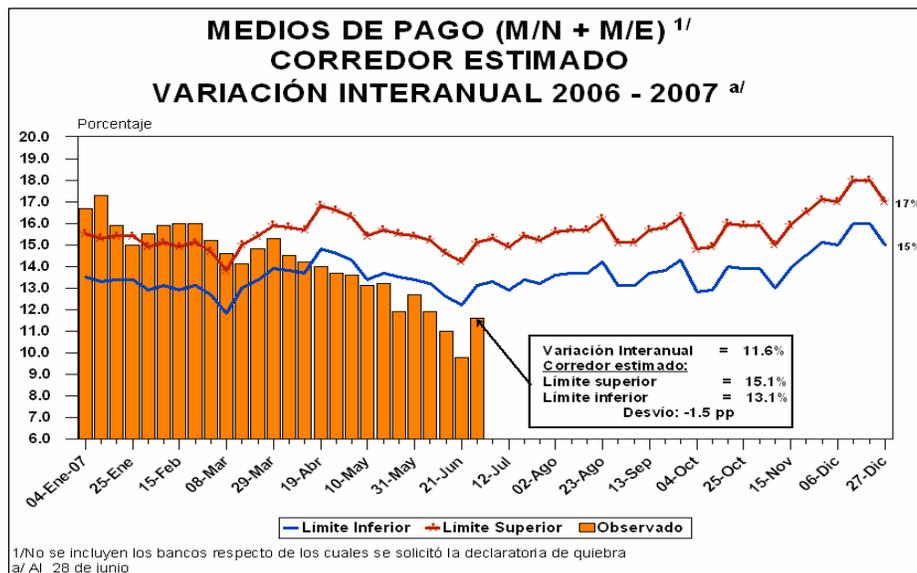
²¹ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un valor por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.

situó Q119.9 millones por debajo del límite inferior del corredor programado. En términos ponderados, el desvío fue de Q600.7 millones, lo que aconsejaría una política monetaria restrictiva.

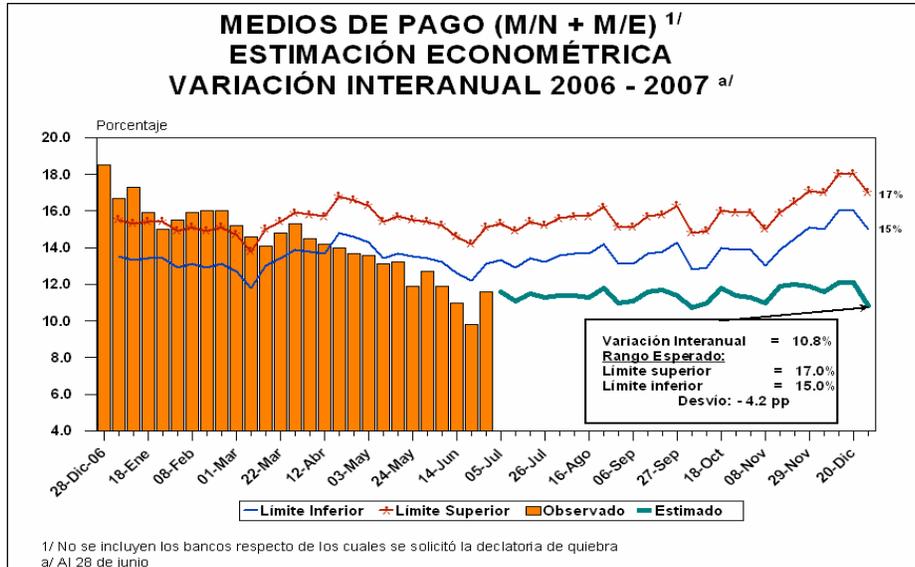
D. MEDIOS DE PAGO

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estima que, en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago -M2- crecerán entre 15% y 17%, en términos interanuales. Al 28 de junio de 2007, la variación interanual de los medios de pago fue de 11.6%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para esa fecha (13.1% - 15.1%).

Además de considerar el corredor estimado, en el análisis de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2007, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente.



Al 28 de junio de 2007, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 10.8%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2007 (15.0% - 17.0%).



La orientación que brindan los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar el desvío tanto del corredor estimado como el de la estimación econométrica²². Al 28 de junio de 2007, la orientación ponderada presentó un valor negativo de 2.85 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada²³.

E. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estima que el crédito bancario al sector privado alcanzará una tasa de crecimiento interanual entre 21.0% y 23.0%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

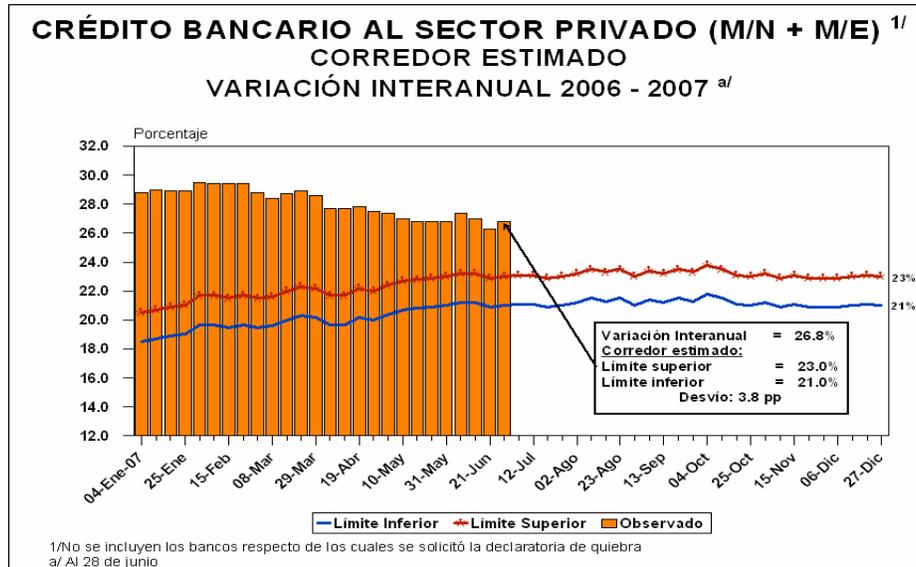
Al 28 de junio de 2007, la variación interanual del crédito bancario al sector privado total se situó en 26.8%²⁴, 3.8 puntos porcentuales

²² Para el seguimiento de los medios de pago se toma en consideración una ponderación que incluye el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se considera un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2007, estimada econométricamente y el rango esperado en la política monetaria para diciembre de 2007 (15.0%-17.0%).

²³ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

²⁴ Si se considera el crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, las sociedades financieras y las entidades fuera de plaza, la variación interanual sería de 23.4%, levemente inferior a la registrada en igual período de 2006 (23.8%).

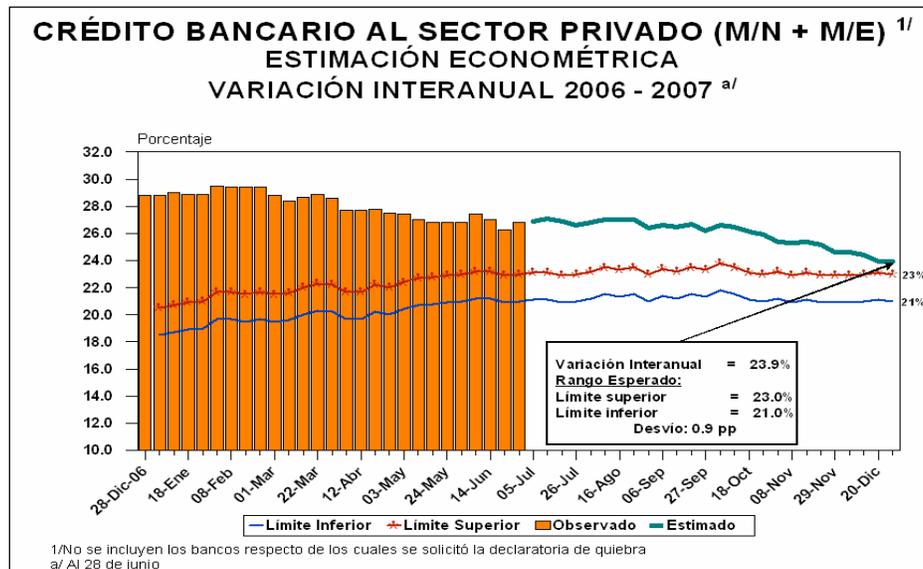
por arriba del límite superior del corredor estimado para esa fecha (21.0% - 23.0%).



Al igual que en el caso de los medios de pago, la interpretación de esta variable también incorpora una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2007²⁵, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado en el período 1998-2006, como la información que se observa periódicamente.

Al 28 de junio de 2007, la estimación econométrica del crédito bancario al sector privado para finales de año fue de 23.9%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2007 (21.0% - 23.0%).

²⁵ En adición al seguimiento del corredor estimado para el crédito bancario al sector privado, éste se complementa con una estimación que incorpora la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluye el comportamiento estacional para varios años y que se ajusta periódicamente con información nueva de cada semana.



En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto del corredor estimado como de la proyección econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 28 de junio de 2007, la orientación promedio presentó un valor positivo de 2.35 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva²⁶.

2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado al 30 de junio de 2007, se situó en Q64,028.5 millones, monto superior en Q13,859.3 millones (27.6%) al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que, al evaluar la información preliminar de la cartera crediticia bancaria por actividad económica, 29.2% se concentró en los sectores consumo, transferencias y otros; 21.5% en comercio; 14.3% en construcción; 10.9% en industria manufacturera; y, 10.2% en establecimientos financieros²⁷.

²⁶ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

²⁷ Esta clasificación incluye el financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.



En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de junio 2006 a junio de 2007, ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2006 - 2007
- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	A junio 2006 (A)	A junio 2007 (B)	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
			2006	2007	ABSOLUTA B - A	RELATIVA B/A
SALDO DE LA CARTERA (I +II+III)	50,169.2	64,028.5			13,859.3	27.6
I. Sub-Total ^{1/}	41,885.5	57,161.6	100.0	100.0	15,276.1	36.5
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,874.6	3,290.0	7.0	5.7	415.4	14.5
Explotación de minas y canteras	139.4	113.0	0.3	0.2	-26.4	-18.9
Industria manufacturera	5,130.3	6,229.0	12.2	10.9	1,098.7	21.4
Electricidad, gas y agua	1,621.0	1,692.2	3.9	3.0	71.2	4.4
Construcción	5,642.8	8,165.5	13.5	14.3	2,522.7	44.7
Comercio	8,985.1	12,282.1	21.5	21.5	3,297.0	36.7
Transporte y almacenamiento	681.0	733.8	1.6	1.3	52.8	7.8
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	3,822.5	5,833.7	9.1	10.2	2,011.2	52.6
Servicios comunales, sociales y personales	1,832.4	2,132.9	4.4	3.7	300.5	16.4
Consumo, transferencias y otros	11,156.4	16,689.4	26.6	29.2	5,533.0	49.6
II. Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	2,435.7	3,115.8			680.1	27.9
III. Saldo de la Cartera Crediticia de las instituciones suspendidas por la Junta Monetaria	5,848.0	3,751.1			-2,096.9	-35.9

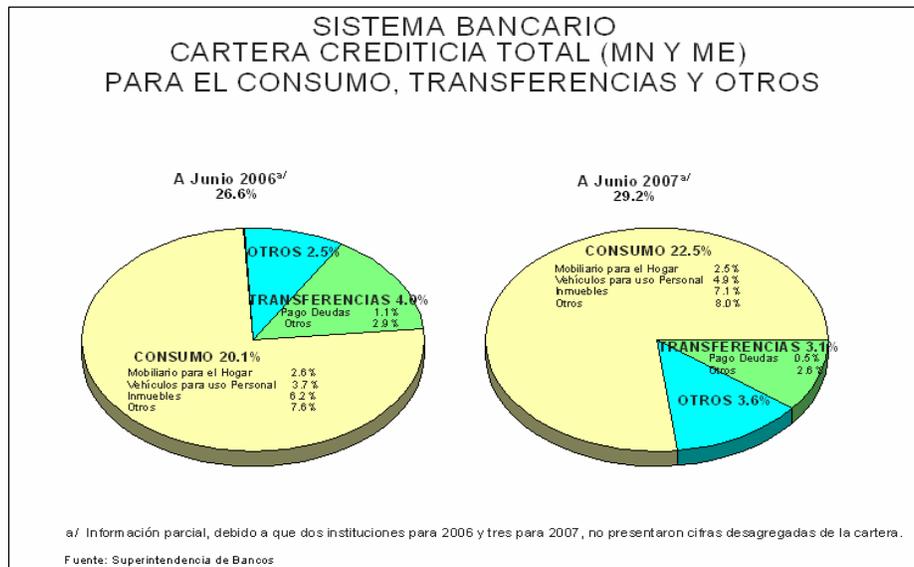
^{1/} Cifras desagregadas de la cartera no incluyen dos instituciones en 2006 y tres en 2007 que no presentaron información.
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

Dada la importancia de los sectores *consumo, transferencias y otros; comercio; industria manufacturera; y, construcción* en el referido financiamiento, se procedió a su desagregación tomando en cuenta sus principales componentes.

a) Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a esta actividad, al 30 de junio de 2007, representó el 29.2% del financiamiento del sistema bancario (26.6% a junio de 2006).

Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, el consumo representó 22.5%, las transferencias 3.1% y el rubro otros 3.6%. Tomando en cuenta la importancia relativa de esta rama de actividad económica, se procedió a desagregar los componentes más importantes, los cuales se ilustran en la gráfica siguiente:

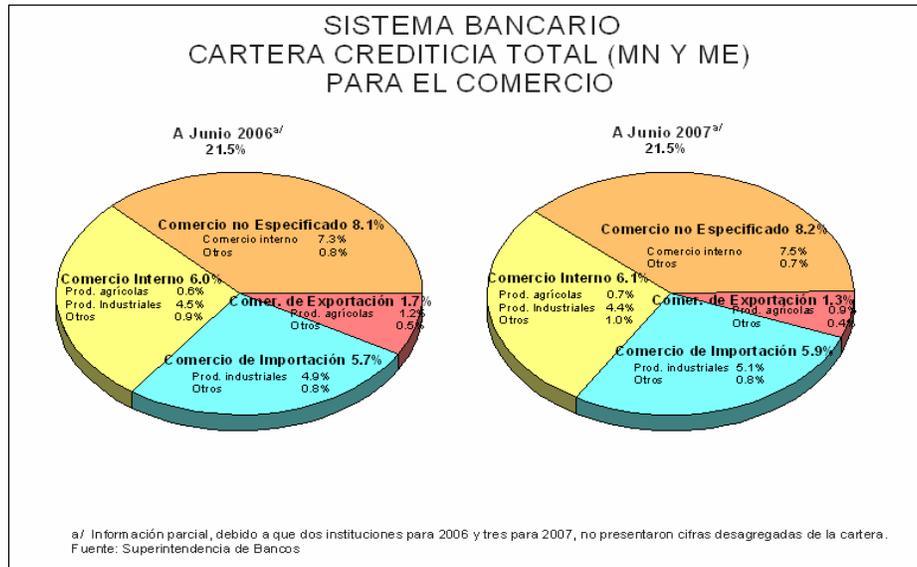


En el crecimiento del crédito al consumo a junio de 2007, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 7.1%; de vehículos para uso personal con 4.9%; y, de mobiliario para el hogar con 2.5%, estructura que, con excepción de éste último rubro, es superior con respecto a la observada en junio de 2006. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, sobresale la reducción del renglón de pago de deudas que pasó de 1.1% en junio de 2006 a 0.5% en junio de 2007.

b) Crédito concedido para el comercio

La cartera de créditos al comercio, al 30 de junio de 2007, representó el 21.5% de la cartera total otorgada por el sistema bancario, porcentaje que no varió respecto a junio de 2006.

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.

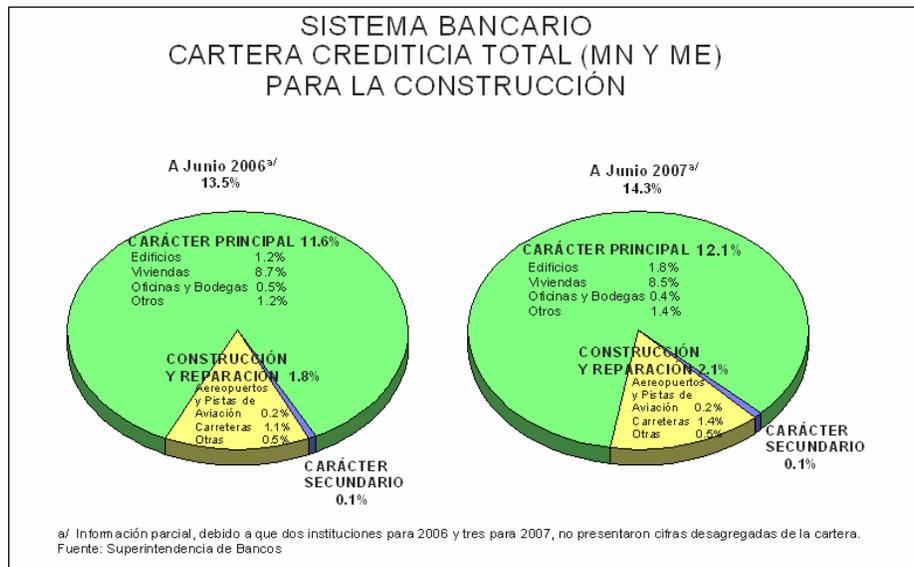


A junio de 2007, respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio no especificado con 8.2% (incluye el comercio interno no especificado y otros); le siguen en su orden, el financiamiento al comercio interno con 6.1% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 5.9% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el comercio de exportación con 1.3% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros no varió en forma significativa respecto a junio de 2006.

c) Crédito concedido para la construcción

Al 30 de junio de 2007, la cartera crediticia a la construcción representó el 14.3% del total de la cartera del sistema bancario (13.5% a junio de 2006).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.

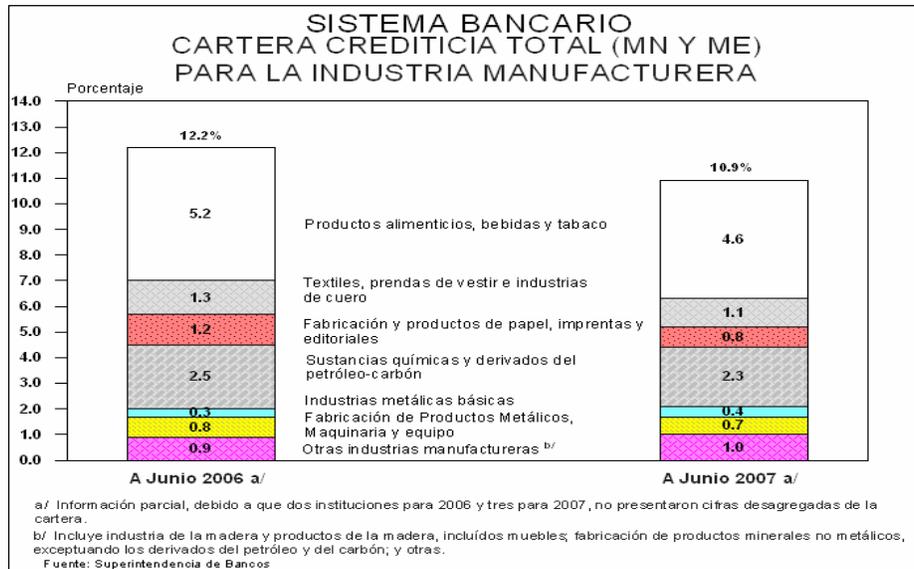


A junio de 2007, destaca el financiamiento de carácter principal con un 12.1% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), porcentaje superior en 0.5 puntos porcentuales respecto al observado a junio de 2006 (11.6%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en el caso del financiamiento a edificios, éste es levemente mayor al observado en junio de 2006, ya que pasó de 1.2% a 1.8%, mientras que el canalizado a la vivienda se redujo marginalmente de 8.7% en 2006 a 8.5% en 2007, el cual sigue siendo el más representativo, situación que en buena parte explica el dinamismo del sector construcción en la demanda de financiamiento destinado a la actividad económica del país.

d) Crédito concedido para la industria manufacturera

Al 30 de junio de 2007, el crédito a la industria manufacturera representó el 10.9% de la cartera del sistema bancario (12.2% a junio de 2006).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de esta actividad.



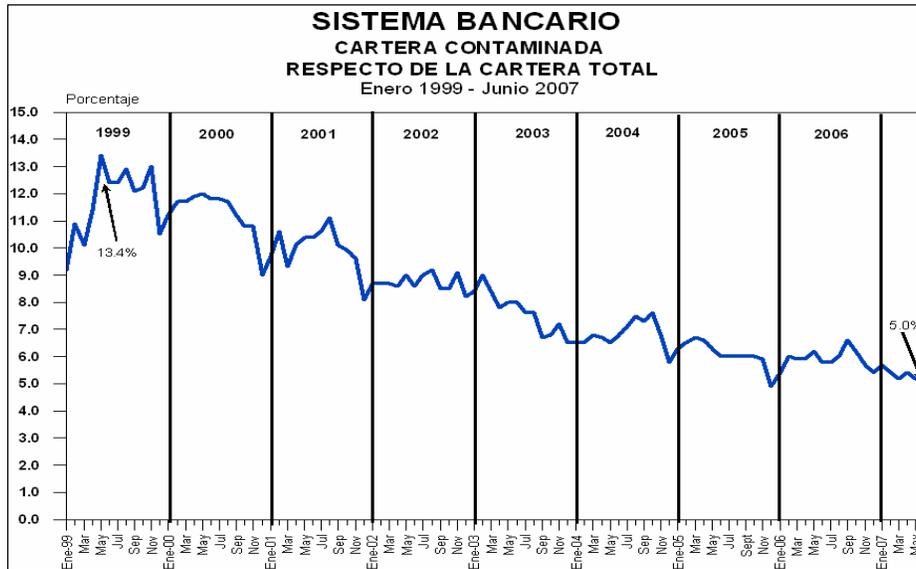
Al evaluar cada uno de los componentes de la industria manufacturera, se tiene que, a junio de 2007, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con un 4.6%; a la industria de sustancias químicas y derivados del petróleo-carbón con 2.3%; a la industria textil, prendas de vestir e industrias de cuero con 1.1%; y, a la de fabricación y productos de papel, imprentas y editoriales con 0.8%. La referida estructura, con excepción del financiamiento otorgado a las industrias metálicas básicas y a otras industrias manufactureras, es inferior a la que se observó en junio de 2006.

3. Calidad de la cartera crediticia

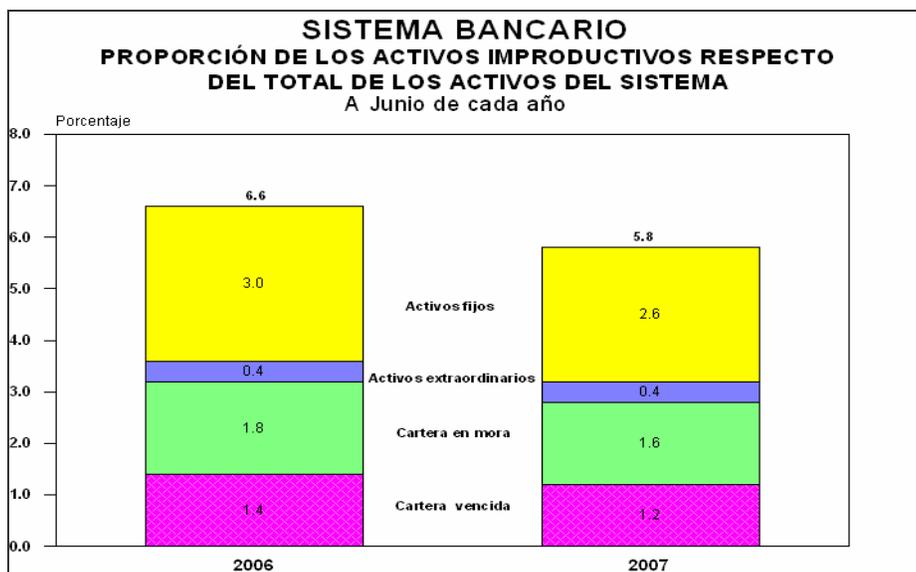
En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en mayo de 1999 dicho indicador se situó en 13.4% (porcentaje más alto registrado durante el período 1999-2007), hasta situarse en 5.0% en junio de 2007.

Al 30 de junio de 2007, el monto de la cartera contaminada se situó en Q3,009.2 millones, en el que la cartera vencida representó el 2.1%

de la cartera total (2.5% a junio de 2006) y la cartera en mora el 2.9% (3.3% a junio de 2006).



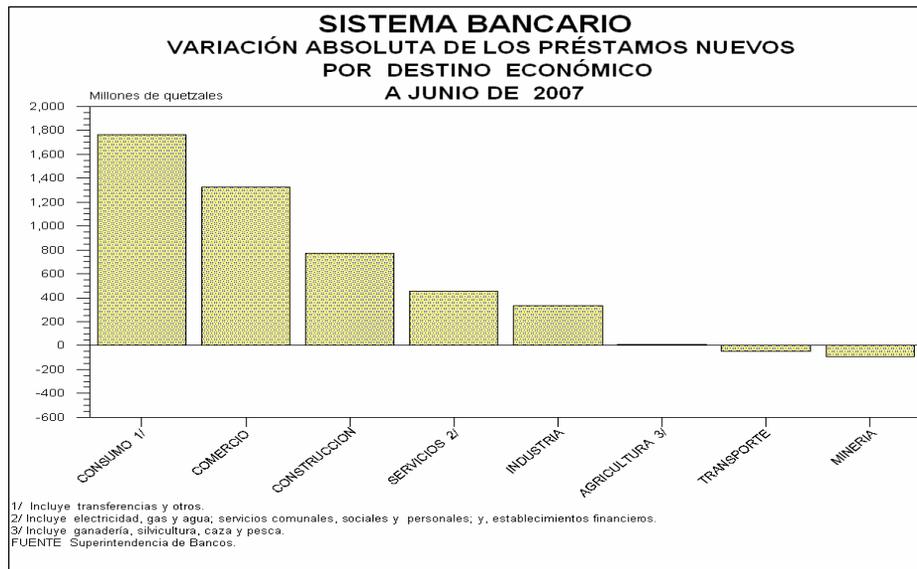
Por su parte, los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja, al situarse en 5.8% en junio de 2007, porcentaje inferior al registrado en junio de 2006 (6.6%).



4. Préstamos nuevos

Al 30 de junio de 2007, el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q21,577.1 millones, monto superior en Q4,519.8 millones (26.5%) al registrado al 30 de junio de 2006.

El referido aumento de los préstamos nuevos se explica principalmente por el incremento del financiamiento canalizado a los destinos siguientes: consumo, Q1,766.5 millones; comercio, Q1,326.0 millones; construcción, Q771.2 millones; servicios, Q453.7 millones; industria manufacturera, Q335.3 millones; y, agricultura, Q7.3 millones. Cabe indicar que los préstamos nuevos destinados al transporte y a la minería se redujeron en Q49.7 millones y Q90.5 millones, en su orden.



5. Estimación econométrica de la demanda de crédito bancario al sector privado

La literatura económica moderna²⁸ indica que la demanda de crédito bancario al sector privado tiene ciertos determinantes fundamentales que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios -MCO- se estimaron las funciones logarítmicas de

²⁸ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADENAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver: Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review; y, Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.



demanda de crédito bancario total al sector privado, en moneda nacional y en moneda extranjera con información estadística disponible del período de enero de 2000 a junio de 2007. Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado total, en moneda nacional y en moneda extranjera en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), medido por el coeficiente de determinación (R^2), es de 99.22%, 97.83% y 99.12%, respectivamente. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas a un nivel de confianza de 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, es decir, un aumento en la actividad económica implica un incremento en la demanda de crédito; un aumento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el recuadro siguiente.

RECUADRO 4

**SISTEMA BANCARIO
MODELOS DE DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO
EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA**

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 Ln CSP _t TOTAL		MODELO 2 Ln CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 Ln CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coeficiente	Estadístico t	Coeficiente	Estadístico t	Coeficiente	Estadístico t
Constante α	15.34	45.62	15.71	36.17	12.66	27.35
IMAE _t	0.07	29.56	0.08	28.23	0.10	25.64
Tasa de interés activa _t	-0.07	-69.09	-0.03	-25.26	-0.10	-32.39
Ln Tipo de cambio _t	-1.92	-11.83	-2.53	-12.06	-1.15	-5.07
Residuo _{t-1} *	0.98	30.60	0.92	19.72	0.96	19.52
Período muestral	Ene 2000 - Jun 2007		Ene 2000 - Jun 2007		May 2001 - Jun 2007	
Coeficiente determinación R ²	0.992221		0.978337		0.991175	
Durbin-Watson	1.3326		1.611559		1.506628	

* Se corrigió la autocorrelación con base en el método de Cochrane-Orcutt.

Nota: De acuerdo con el número de observaciones, el valor crítico t es igual a 1.980 al nivel de significancia del 5%.

Donde: Ln CSP_t = Logaritmo natural del crédito bancario al sector privado en el período t .

IMAE_t = Ritmo de crecimiento del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t .

Tasa de Interés_t = Tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario en el período t .

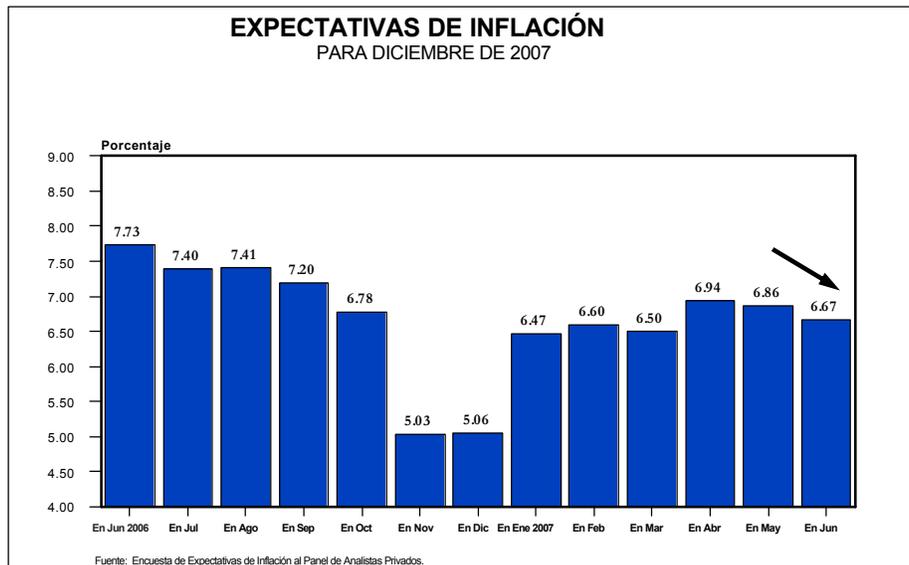
Ln Tipo de cambio_t = Logaritmo natural del Tipo de cambio de referencia del último día de cada mes en el período t .

Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, la demanda del crédito bancario total al sector privado, en moneda nacional y en moneda extranjera, lo hace en aproximadamente 0.07%, 0.08% y 0.10%, respectivamente, manteniéndose constantes las demás variables. Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de recursos total, en moneda nacional y en moneda extranjera, en aproximadamente 0.07%, 0.03% y 0.10%, respectivamente. Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario total del sector privado, en moneda nacional y en moneda extranjera en alrededor de 1.92%, 2.53% y 1.15%, respectivamente.

F. ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

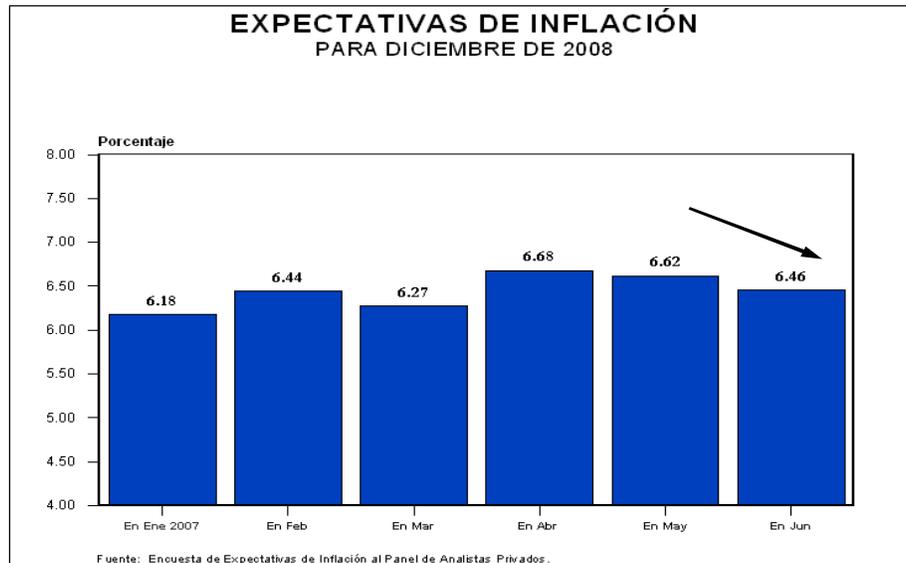
Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que para un cierto período se formen los agentes económicos, en algunas circunstancias, pueden influir en forma sustancial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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-²⁹ realizada en junio de 2007, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 6.67%, porcentaje inferior en 1.06 puntos porcentuales al proyectado en junio de 2006 (7.73%). Cabe destacar que a partir de la encuesta realizada en mayo de 2007, el pronóstico de dicho panel ha mostrado una tendencia a la baja, como se ilustra en la gráfica siguiente.



Por otra parte, dicho panel estima que la inflación para diciembre de 2008 se ubicará en 6.46%, porcentaje superior a la meta establecida para ese año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, determinada para 2007 (4.5% +/- 1 punto porcentual). No obstante, a partir de mayo de 2007, el pronóstico de dicho panel para 2008 ha mostrado una tendencia a la baja, como se muestra en la gráfica siguiente.

²⁹ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política económica, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



G. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha entre las tasas de interés de largo plazo³⁰ y las tasas de interés de corto plazo³¹. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país³², dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a junio de 2007, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.61 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo una política monetaria restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en junio de

³⁰ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

³¹ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEMs (que incluye la ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

³² La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

2007, respecto del observado en junio de 2006 (6.03 puntos porcentuales), se observa un incremento de 0.58 puntos porcentuales en las referidas expectativas, lo que estaría indicando que los agentes económicos prevén que la inflación podría ubicarse, en el mediano plazo, por arriba de la meta establecida.

Cabe destacar que a partir de marzo de 2007, se observa una tendencia a la baja en el referido indicador, como se ilustra en la gráfica siguiente.



H. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

1. Evolución al primer semestre de 2007

Para 2007, la Junta Monetaria acordó continuar el seguimiento a las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar, de manera conjunta, la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

La importancia que cada variable indicativa tiene en el referido proceso se determinó mediante una encuesta en la que cada miembro de Junta Monetaria externó su opinión sobre el peso relativo que cada variable indicativa debe tener para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, el índice sintético incorpora en un sólo indicador para cada categoría



de orientación³³, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación que es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente, con cifras observadas al 28 de junio de 2007, se presentan los resultados del índice sintético obtenido con base en el peso relativo asignado a cada variable indicativa.

VARIABLES INDICATIVAS

Información al 28 de junio de 2007

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Proyectado						
Proyección para Diciembre de 2007 (33.33%)	4.03					4.03
Proyección para Diciembre de 2008 (66.67%)	8.06				8.06	
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado						
Proyección para Diciembre de 2007 (33.33%)	4.12					4.12
Proyección para Diciembre de 2008 (66.67%)	8.24					8.24
3. Tasa de Interés Parámetro	9.34			9.34		
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	9.07	9.07				
5. Liquidez Primaria	11.26					11.26
6. Medios de Pago	8.79	8.79				
7. Crédito Bancario al Sector Privado	9.07					9.07
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para Diciembre de 2007 (33.33%)	2.56					2.56
Proyección para Diciembre de 2008 (66.67%)	5.13					5.13
9. Expectativas Implícitas de Inflación	9.34					9.34
10. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS						
Proyección para Diciembre de 2007 (33.33%)	3.66					3.66
Proyección para Diciembre de 2008 (66.67%)	7.33				7.33	
	100.00	17.86	0.00	9.34	15.39	57.41

Como se observa en el cuadro anterior, de acuerdo al peso relativo de las variables indicativas, 57.41% de las mismas aconsejaba una orientación de política monetaria restrictiva; 15.39% sugería una orientación de

³³ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



política monetaria moderadamente restrictiva; 9.34% sugería una orientación de política monetaria invariable; y, el 17.86% restante aconsejaba una orientación de política monetaria relajada.

Con el objeto de comparar la evolución de la orientación de política monetaria sugerida por las variables indicativas con base en el índice sintético durante el primer semestre de 2007, se elaboró el cuadro siguiente que toma en consideración la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 28 de diciembre de 2006³⁴.

VARIABLES INDICATIVAS

Información al 28 de diciembre de 2006 ^{a/}

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Proyectado						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	12.09				12.09	
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	12.36				12.36	
3. Tasa de Interés Parámetro	9.34	9.34				
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	9.07			9.07		
5. Liquidez Primaria	11.26					11.26
6. Medios de Pago	8.79					8.79
7. Crédito Bancario al Sector Privado	9.07					9.07
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00		0.00			
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	7.69				7.69	
9. Expectativas Implícitas de Inflación	9.34				9.34	
10. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS						
Proyección para diciembre de 2006 (0.00%)	0.00	0.00				
Proyección para diciembre de 2007 (100.00%)	10.99	10.99				
	100.00	20.33	0.00	9.07	41.48	29.12

a/ Para efectos de comparación se eliminó el Índice de Condiciones Monetarias y se reponderó el peso relativo del resto de variables indicativas conforme opinión de los miembros de la Junta Monetaria.

En el cuadro siguiente se puede observar que la orientación con el mayor peso relativo en diciembre de 2006 indicaba una política monetaria moderadamente restrictiva, en tanto que la orientación con el

³⁴ El índice sintético en 2006 incluía la variable Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, la cual, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-168-2006, ya no se incluyó para 2007, por lo que para efectos comparativos fue necesario eliminar la referida variable y reponderar el peso relativo del resto de variables conforme opinión de los miembros de la Junta Monetaria.



mayor peso relativo en junio de 2007 sugería restringir las condiciones monetarias.

COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	28/12/2006 (%)	28/06/2007 (%)
Relajada	20.33	17.86
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	9.34
Moderadamente restrictiva	41.48	15.39
Restrictiva	29.12	57.41
TOTAL	100.00	100.00

IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO

La Junta Monetaria, en la determinación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, autorizó al Banco de Guatemala para expedir Certificados de Depósito a Plazo, en quetzales, por fecha de vencimiento, a efecto de coadyuvar al fortalecimiento del mercado secundario y propiciar la formación de una curva de rendimientos que refleje de mejor forma el comportamiento de las tasas de interés en dicho mercado.

A fin de avanzar en el proceso de expedición de CDPs por fecha de vencimiento, el Banco de Guatemala procedió a preparar el proyecto de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo, en Quetzales, a ser Constituidos en el Banco de Guatemala y las Normas para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por Medio de Licitaciones en las Bolsas de Valores Autorizadas para Operar en el País, los cuales fueron concluidos y próximamente se someterán a aprobación de la Junta Monetaria. Asimismo, continuó con el proceso de modificación de sus sistemas informáticos e inició las pruebas de funcionalidad, con el propósito de que la



emisión de los CDPs con igual fecha de vencimiento, igual fecha de pago de intereses e igual valor nominal, se inicie durante el segundo semestre de 2007.

B. TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA

Con el propósito de contribuir al desarrollo de un mercado secundario ágil y seguro, la Junta Monetaria autorizó al Banco de Guatemala para que continúe con el proceso de implementación de las medidas orientadas a que se realice la transferencia de titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo en custodia en el Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, durante el primer semestre de 2007 el Banco de Guatemala realizó las acciones siguientes:

- Se concluyó el proyecto de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual próximamente será sometido a consideración de la Junta Monetaria; y,
- Se elaboraron proyectos de manuales de procesos de trabajo y de procedimientos administrativos, los cuales permitirán la funcionalidad de la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala.



V. RECOMENDACIÓN

Tomando en cuenta que, aun cuando el ritmo inflacionario a junio de 2007 se ubicó dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para finales del presente año, todavía persisten riesgos inflacionarios que podrían comprometer el cumplimiento de la referida meta en el segundo semestre de 2007, los cuales se asocian, principalmente, al comportamiento al alza tanto del precio internacional del petróleo-derivados, como del maíz, situación que no se observó en el segundo semestre del año previo.

Por ello es importante que, en un marco de prudencia y gradualidad, se adopten las medidas de política monetaria que propicien el cumplimiento de la meta de inflación para 2007 y para 2008, para lo cual también es necesario que las acciones de política fiscal apunten a un déficit menor al 2% del PIB al final del año, ya que en presencia de choques externos es fundamental una mayor disciplina fiscal para coadyuvar a contrarrestar dichos choques, sin que se afecten significativamente otros precios macroeconómicos. De esa manera, se contribuirá a crear un ambiente de certidumbre y confianza que coadyuve a mantener el poder adquisitivo de la población y a generar inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.



Atentamente,

Johny R. Gramajo Marroquin
Director
Depto. Estudios Económicos

Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones
Económicas

Luis Felipe Granados Ambrosy
Asesor II
Depto. Análisis Bancario y
Financiero

F. Danilo Estrada P.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria

Edgar R. Lemus Ramirez
Director
Depto. Internacional

Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica

Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero

F. Estuardo García Alburez
Secretario

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 21 de agosto de 2007.

Mca/owt



ANEXOS



ANEXO 1

ANÁLISIS RECIENTES DE CALIFICADORAS INTERNACIONALES CON RELACIÓN AL RIESGO SOBERANO DEL PAÍS

En lo que ha transcurrido de 2007, calificadoras internacionales de riesgo han revisado la calificación de riesgo soberano que han otorgado al país, por lo que en el presente anexo se destacan los principales factores que tomaron en cuenta en sus evaluaciones.

La calificadora *Moody's Investors Service*, mantuvo la calificación de la deuda soberana de largo plazo denominada en moneda extranjera (Ba2) y ratificó como positiva la perspectiva de la calificación de riesgo soberano del país. En su análisis, la referida calificadora indicó que valora el fuerte compromiso del país por mantener la estabilidad macroeconómica mediante la implementación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas. Asimismo, señaló que a pesar de la baja carga tributaria del país, la política fiscal continúa actuando con responsabilidad, en virtud de que en el mediano plazo se espera que el déficit fiscal no sea mayor del 2.0% del PIB. Adicionalmente, menciona que a pesar de los choques externos a los que ha estado expuesto el país, los indicadores de deuda han disminuido. Por otra parte, subrayó que la mejora en la posición externa del país, así como los mayores ingresos de divisas provenientes de las remesas familiares, han propiciado que la vulnerabilidad de la referida posición se haya reducido.

Por su parte, la calificadora *Standard & Poor's* confirmó en BB la calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera y en B la de corto plazo; asimismo, mejoró la perspectiva de riesgo soberano de estable a positiva y mantuvo la calificación de la deuda interna de largo plazo en BB+ y en B la de corto plazo. Según dicha calificadora, Guatemala tiene la perspectiva de continuar con políticas macroeconómicas prudentes, a pesar del proceso electoral de 2007. La citada calificadora destacó que la tasa de crecimiento económico del país prevista para 2007 se constituye en la más alta de los últimos diez años, señalando que dicha situación se asocia a una mayor confianza por parte del sector privado acerca de la dirección de las políticas económicas en los próximos años.



Adicionalmente, Standard & Poor's, señaló que la calificación para Guatemala está respaldada por un sólido historial de disciplina fiscal, por lo que esperan que para 2007 el déficit fiscal sea menor a 2.0% del PIB, debido, en gran parte, a la recaudación fiscal que ha aumentado 17.0% con relación a 2006.

En lo que respecta a la calificadora *Fitch Ratings*, ésta mantuvo la calificación soberana de Guatemala en BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. Según dicha calificadora, el mantenimiento de la calificación se basó en los bajos niveles de deuda pública tanto externa como interna, en la disciplina fiscal, en una inflación moderada, así como en un sólido historial de repago de la deuda comercial. Asimismo, subrayó que la actual posición macroeconómica del país ha permitido enfrentar los *shocks* internos y externos, por ejemplo, la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema y los desastres naturales en los últimos años. Por otra parte, dicha calificadora señaló que las autoridades monetarias han administrado apropiadamente las suspensiones bancarias, minimizando el costo fiscal de las mismas, lo que se constituye en un factor importante que fundamenta las actuales calificaciones crediticias de Guatemala.

En resumen, cabe señalar que las calificadoras internacionales mencionadas, coincidieron en que los indicadores de la deuda externa han disminuido a pesar de los recurrentes choques externos. Asimismo, subrayaron que actualmente existe una mejora relativa en la posición de la balanza de pagos, asociada a los mayores niveles de reservas monetarias internacionales, lo cual ha permitido reducir la vulnerabilidad externa del país.



ANEXO 2

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2007

Para 2007 se prevé que el Producto Interno Bruto -PIB- crezca 5.6% (5.0% en 2006)³⁵, como resultado de que todas las actividades económicas estarían exhibiendo tasas de crecimiento positivas.

Para las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.5% en el PIB) se estima un crecimiento de 3.6%, mayor al de 2006 (2.1%). El mayor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una recuperación en la producción de los cultivos tradicionales (al pasar de -0.7% en 2006 a 3.1% en 2007), un crecimiento de 4.6% en los cultivos no tradicionales (3.4% en 2006) y un incremento de 3.1% en la actividad de silvicultura (2.7% en 2006).

En el caso de la producción de café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se espera un crecimiento más dinámico respecto al del año previo, mostrando un incremento de 3.0% en el volumen de producción (2.0% en 2006), comportamiento asociado al incentivo de precios más favorables del grano en el mercado internacional.

En lo que se refiere a la producción de banano, se espera una recuperación en el volumen de producción del fruto, ubicándose en 3.6% de crecimiento, que contrasta con una caída de 3.6% en 2006. Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, dicha recuperación se sustentaría en la normalización de las exportaciones del fruto hacia el continente europeo, las que se vieron afectadas el año previo por el abandono del sistema de cuotas y el establecimiento de nuevos aranceles a las importaciones de banano. Asimismo, el ritmo de crecimiento esperado se asociaría, entre otros factores, a una nueva ampliación de 100 hectáreas en el área sembrada por parte de BANDEGUA en la región del río Motagua (municipio de Los Amates, departamento de Izabal).

³⁵ En agosto de 2007 se revisaron al alza las tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto -PIB- para 2006 y para 2007, tomando en consideración la última información disponible.



En el caso del cardamomo, se espera que para 2007 la producción se incremente en 2.0% (-1.5% en 2006). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el comportamiento se explicaría por el incremento esperado de la demanda mundial y el mejoramiento en el precio internacional del aromático.

En la producción de caña de azúcar, se espera un crecimiento de 17.4%, comportamiento más dinámico respecto al -5.8% reportado en 2006. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2006/2007 se proyecta una producción de 430.7 millones de quintales, mayor en 63.7 millones de quintales a la de la zafra 2005/2006, resultado que se asocia al incremento de 16,000 hectáreas (22,857 manzanas) en el área sembrada, lo cual fue motivado por el aumento en la demanda de azúcar, como consecuencia de la ampliación de la cuota de exportación prevista en el DR-CAFTA.

En cuanto a la producción de cereales y de tubérculos, raíces y hortalizas, se espera un menor dinamismo en el volumen de producción, al pasar de un crecimiento de 4.8% en 2006 a otro de 2.9% en 2007. Lo anterior, se explica por las condiciones poco favorables que se esperan en las condiciones climáticas para el presente año, ya que se augura una época calurosa, causada por el fenómeno climatológico de "El Niño". Según estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, la producción de maíz y frijol crecerán 2.9% y 2.8%, respectivamente (5.0% en 2006, en ambas actividades). El comportamiento esperado, aunque menos dinámico que el de 2006, también se asocia a la normalización de los cultivos en las áreas afectadas por la tormenta tropical *Stan*.

Respecto a la actividad silvícola, se espera muestre un crecimiento más dinámico que el año previo, al pasar de 2.7% en 2006 a 3.1% en 2007, lo cual se sustenta, principalmente, en la mayor producción esperada de troza y de leña.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.5% en el PIB) se esperara un crecimiento de 2.1% (-0.2% en 2006). En



este resultado estaría contribuyendo la extracción de pedrín, arena y arcilla; de minerales metálicos; y, de minerales no metálicos. Por su parte, en la extracción de petróleo y gas natural, a pesar de su relativa normalización, aún se espera una moderada caída con respecto al año anterior (al pasar de -12.5% en 2006 a -2.1% en 2007).

En el caso de la *Industria manufacturera*, (con una participación de 18.6% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 3.3%, porcentaje superior al estimado en 2006 (3.1%). Este resultado se explica por el mayor dinamismo previsto en las manufacturas de alimentos y bebidas; en las de textiles; y, en las de productos industriales destinados a la construcción.

En efecto, en la industria de alimentos y bebidas se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda interna se mantenga favorable, en particular la demanda final, debido a que ésta continuará siendo influenciada favorablemente por el ingreso de remesas familiares³⁶. En el caso del azúcar, la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA- indicó que se alcanzó una producción récord para la zafra 2006/2007 (la cual inició en noviembre 2006), como resultado de la recuperación de las áreas de siembra, luego del paso de la tormenta tropical *Stan* en octubre de 2005, así como de la habilitación de nuevas áreas de siembra, debido al incremento previsto en la demanda mundial y a la mejora en la productividad.

Respecto a los productos textiles, se prevé que la consolidación del DR-CAFTA apoye la reactivación de las exportaciones de prendas de vestir hacia los Estados Unidos de América, particularmente de las manufacturadas al amparo del Decreto 29-89 (Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila)³⁷. Cabe agregar que las cifras de las exportaciones con destino a Estados Unidos de América, en el periodo enero-junio de 2007, muestran que los artículos de vestuario registran un crecimiento de 7.9%, que contrasta con una caída de 16.4% en el mismo periodo del año anterior.

Así también, se estima que los niveles esperados de inversión tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y

³⁶ Según la Organización Internacional de las Migraciones -OIM-, se estima que en 2006 la mitad de las remesas familiares que ingresaron al país se destinó al consumo final.

³⁷ A partir de 2005, los Estados Unidos de América liberalizó sus importaciones de productos textiles, eliminando las cuotas de importación asignadas por países, entre ellos Guatemala. Esta situación provocó que la República Popular China se situara como uno de los mayores proveedores de manufacturas textiles de los Estados Unidos de América.



centros comerciales), estimularán la demanda de productos industriales destinados a la construcción (cemento, block, hierro y metales).

En lo que se refiere a la demanda externa de productos industriales diversos, se prevé que la misma será más dinámica que la registrada el año anterior, en particular, la de Centroamérica, México y los Estados Unidos de América. Sobre el particular, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores -AGEXPORT- se tiene definida una estrategia para posicionar a Guatemala como el principal proveedor de bienes industriales a los países centroamericanos, lo que coadyuvará a aprovechar el DR-CAFTA y mejorar el intercambio comercial con México. A este respecto, cabe destacar que los datos de exportaciones de los productos industriales con destino a México, en el periodo enero-junio de 2007, muestran un crecimiento de 54.8% respecto del mismo periodo del año previo (4.2%).

Para la actividad de *Suministro de electricidad y captación de agua*, se estima un crecimiento de 5.1% (3.1% en 2006), el cual se asocia, principalmente, a una mayor demanda de energía eléctrica, derivada del crecimiento esperado en las actividades de comercio al por mayor y al por menor, industrias manufactureras y servicios privados. En efecto, de acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, para 2007 se prevé un aumento en la generación de energía eléctrica, al entrar en funcionamiento dos nuevas plantas geotérmicas, una del Grupo General Central, S.A. -GECSA-, ubicada en Chimaltenango y otra de la empresa Ortitlán, ubicada en el municipio de Amatitlán.

La actividad de *Construcción* (con una participación de 4.6% en el PIB), por su parte, se espera registre una tasa de crecimiento de 16.0% (18.2% en 2006). Cabe destacar que, el menor dinamismo en esta actividad estaría siendo explicado por la desaceleración observada en la realización de obras de ingeniería civil³⁸.

En cuanto a la construcción de edificaciones³⁹, para 2007 se estima un menor dinamismo en la superficie realizada para la construcción de edificios de apartamentos, centros comerciales, instalaciones industriales e instalaciones

³⁸ Comprende la construcción de carreteras, puentes, obras urbanísticas, obras hidráulicas, líneas de transmisión y construcciones agrícolas.

³⁹ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.



hoteleras, al pasar de 26.1% en 2006 a 21.6% en 2007, aun así se considera una actividad en auge.

La actividad de *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.2% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 4.2% (3.6% en 2006), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo previsto en las actividades de *Industria manufacturera y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, así como por el dinamismo previsto en las importaciones. Cabe mencionar que, a junio de 2007 la importaciones totales se han incrementado en 12.7%, tasa superior a la registrada a igual mes del año anterior (12.3%).

Las actividades de *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé registren un crecimiento de 14.7% (14.0% en 2006). Dicho comportamiento sería resultado de la evolución esperada en la actividad de transporte por vía terrestre, la cual podría registrar un crecimiento de 2.3% en 2007, asociado, particularmente, al mayor dinamismo en las actividades industriales y agropecuarias. En lo relativo a la actividad de telecomunicaciones, que representa el 67.5% de este grupo de actividades, se espera que registre un crecimiento de 22.9% en 2007, derivado de un aumento previsto en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, fundamentalmente para la ampliación de los servicios de telefonía e Internet⁴⁰.

En cuanto a la *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* se prevé que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 9.1% (10.4% en 2006), asociada, principalmente, al comportamiento esperado en la intermediación financiera.

En lo que respecta a las instituciones dedicadas a la actividad de seguros, se esperaría presenten una tasa de variación de 17.3% (19.4% en 2006), mientras que para las actividades auxiliares de la intermediación financiera se estima un comportamiento similar al mostrado el año previo (3.7%).

⁴⁰ Según la Superintendencia de Telecomunicaciones -SIT-, la empresa Caribeña Digicel Group, operadora de telefonía móvil, iniciará operaciones en el cuarto trimestre de 2007.



Para la actividad de *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 10.0% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.9% (2.7% en 2006), debido al dinamismo previsto en los alquileres reales.

Para las actividades económicas de *Servicios privados* se prevé una tasa de crecimiento de 3.5% (3.0% en 2006), asociada al incremento esperado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones. Dentro de las actividades de servicios privados, destaca el mayor impulso de la actividad de Hoteles y Restaurantes, como resultado, principalmente, de que en 2007 se llevaron a cabo dos grandes convenciones internacionales, la del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- y la del Comité Olímpico Internacional -COI-.

En lo que respecta a la actividad de *Administración pública y defensa*, se estima registre una tasa de crecimiento de 5.9% (6.8% en 2006). Este resultado se explicaría, principalmente, por el comportamiento previsto en las remuneraciones del Gobierno Central, las cuales a junio de 2007 presentan un crecimiento de 7.2% con respecto a igual periodo del año anterior (11.9%)⁴¹.

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
(Base 2001 = 100)
AÑOS: 2006 - 2007
(tasas de variación)

CONCEPTO	2006 p/			2007 e/		
	Original	Revisado	Diferencias en puntos porcentuales	Original	Revisado	Diferencias en puntos porcentuales
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.9	5.0	0.1	5.2	5.6	0.4
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2.0	2.1	0.1	3.2	3.6	0.4
Explotación de minas y canteras	-0.9	-0.2	0.7	2.0	2.1	0.1
Industrias manufactureras	3.4	3.1	-0.3	3.6	3.3	-0.3
Suministro de electricidad y captación de agua	2.5	3.1	0.6	4.2	5.1	0.9
Construcción	21.4	18.2	-3.2	14.3	16.0	1.7
Comercio al por mayor y al por menor	3.7	3.6	-0.1	3.9	4.2	0.3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	13.9	14.0	0.1	14.6	14.7	0.1
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	9.9	10.4	0.5	8.2	9.1	0.9
Alquiler de vivienda	2.7	2.7	0.0	3.9	3.9	0.0
Servicios privados	3.3	3.0	-0.3	3.7	3.5	-0.2
Administración pública y defensa	4.9	6.8	1.9	4.4	5.9	1.5

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

⁴¹ Cabe mencionar que en 2006 el Ministerio de Trabajo y Previsión Social, mediante Acuerdo Ministerial Número 178-2006 otorgó a su personal un "Bono Único 2006" por valor Q.1,800.00; en tanto que el Ministerio de Gobernación, en Acuerdo Ministerial Número 1596-2006, dispuso dar a sus empleados un "Bono Único Excepcional" por un monto de Q.1,250.00.

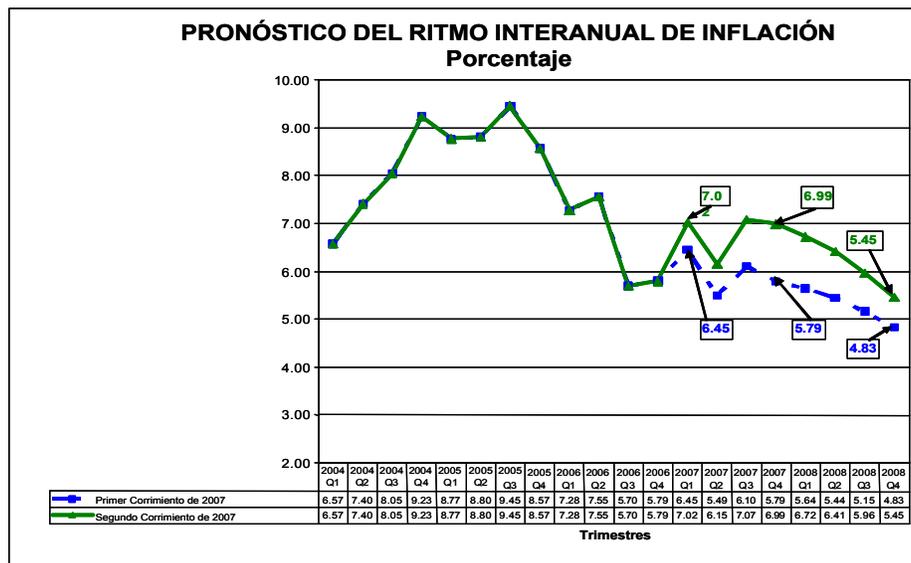
ANEXO 3

RESULTADOS DEL SEGUNDO CORRIMIENTO DE 2007 DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

A. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO

En mayo de 2007 se efectuó el segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de dicho año, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación.

En ese sentido, en la gráfica siguiente se presenta el referido pronóstico de inflación de mediano plazo obtenido por medio del MMS.

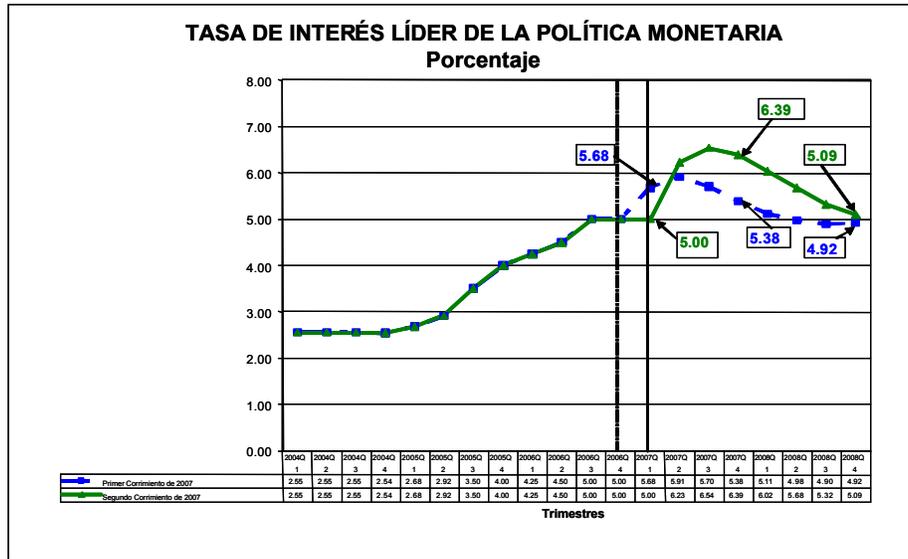


Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del segundo corrimiento de 2007 (línea continua con triángulos), para el cuarto trimestre de 2007 se espera que la inflación interanual se sitúe en 6.99%, mientras que para el cuarto trimestre de 2008 se espera que dicha variable se sitúe en 5.45%. Dichos pronósticos son condicionales a que la autoridad monetaria lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca a la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁴².

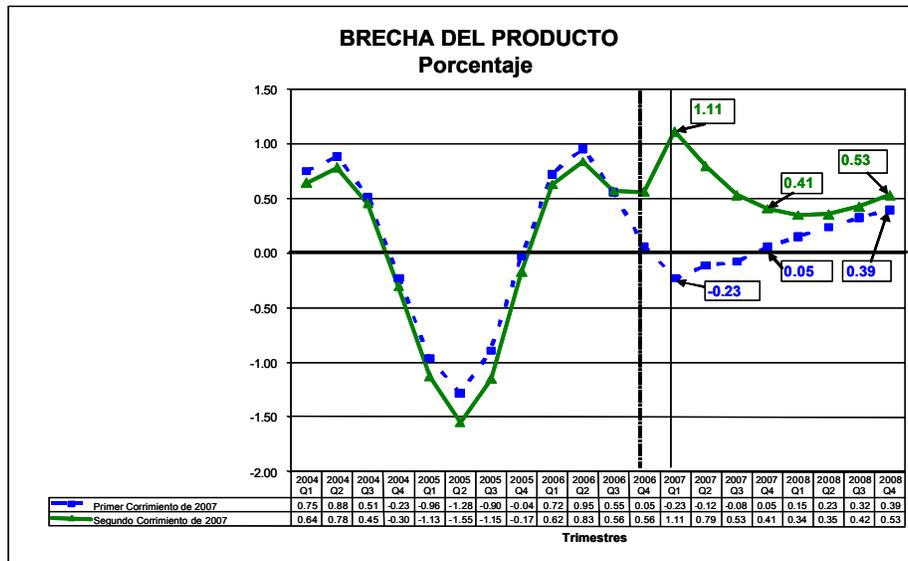
En otras palabras, el modelo supone que la autoridad monetaria implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder

⁴² El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo converja a una tasa de inflación de 3% anual.

de la política monetaria. En la gráfica siguiente se ilustra la trayectoria de dicha tasa (línea continua con triángulos) que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.

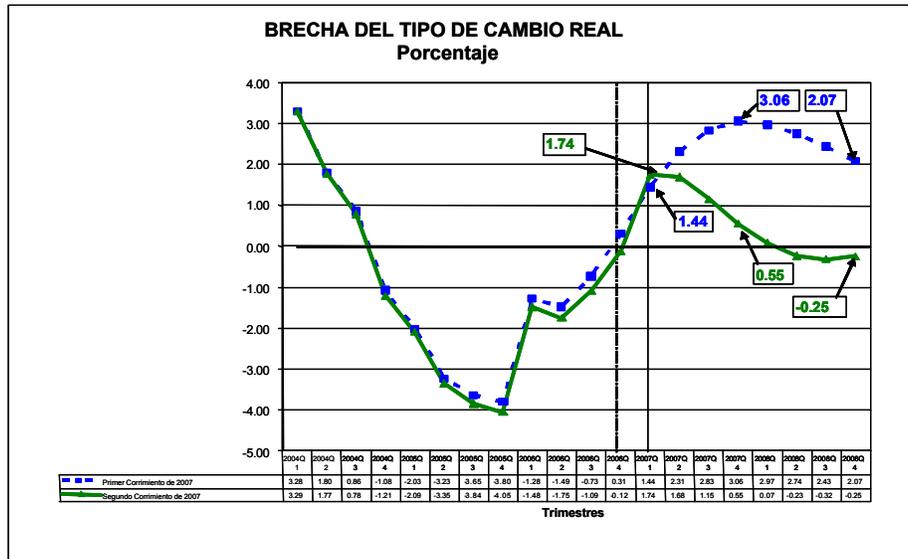


El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el primer trimestre de 2007 fue de 5.00%, mientras que para el segundo y tercer trimestres de 2007, de acuerdo con el segundo corrimiento del MMS en 2007, dicha tasa de interés se situaría en promedio en 6.23% y en 6.54%, respectivamente. A partir del cuarto trimestre de 2007 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en dicho trimestre en 6.39%, así como en 6.02%, 5.68%, 5.32% y 5.09% en los cuatro trimestres de 2008, en su orden.



En relación con la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica anterior (línea continua con triángulos), la brecha del producto⁴³ ha sido positiva, pero decreciente en el tercer trimestre de 2006; en el cuarto trimestre del mismo año la brecha del producto se mantuvo al mismo nivel del trimestre previo; luego, en el primer trimestre de 2007 alcanza un valor positivo pero creciente. En cambio, desde el segundo trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2008, continuaría siendo positiva pero decreciente. A partir del segundo trimestre de 2008 la brecha seguiría siendo positiva pero creciente. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario de cero.

⁴³ Se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el potencial. Por su parte, el producto interno bruto potencial se define como el nivel de actividad productiva que no genera presiones inflacionarias ni deflacionarias.



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁴⁴ consistente con los pronósticos reportados puede apreciarse en la gráfica anterior (línea continua con triángulos). De acuerdo con la gráfica, la brecha del tipo de cambio real fue positiva en el primer trimestre de 2007 (1.74%), lo que indicaría que el quetzal estaría depreciado en términos reales, en comparación con su valor de equilibrio de largo plazo. Luego, según el pronóstico, la brecha se reduce a lo largo del horizonte del pronóstico, alcanzando un valor de -0.25 en el cuarto trimestre de 2008.

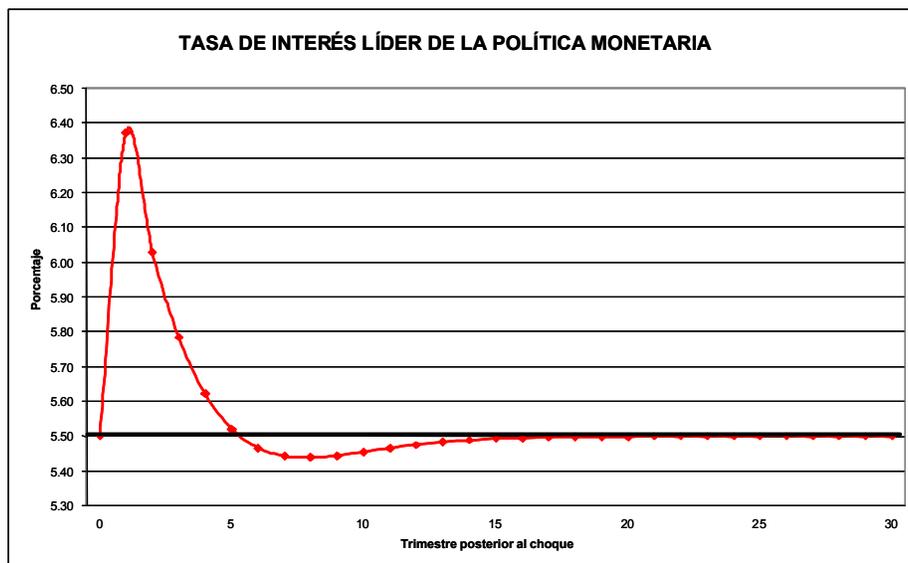
B. EFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO, COMO RESULTADO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del análisis de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente en estado estacionario; es decir, en sus niveles de equilibrio de largo plazo. Posteriormente, se simula un incremento (choque) en la variable de interés y el modelo cuantifica el efecto que dicho incremento tiene sobre las otras variables, a lo largo de un período determinado. La simulación mencionada se

⁴⁴ Se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el de equilibrio de largo plazo.

ilustra en gráficas de impulso-respuesta. Cabe indicar, además, que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las variables del modelo convergen a su valor de estado estacionario⁴⁵. Por lo tanto, es posible cuantificar el efecto total del choque sobre cada variable, haciendo abstracción de los efectos que pudieran derivarse de choques en otras variables del modelo.

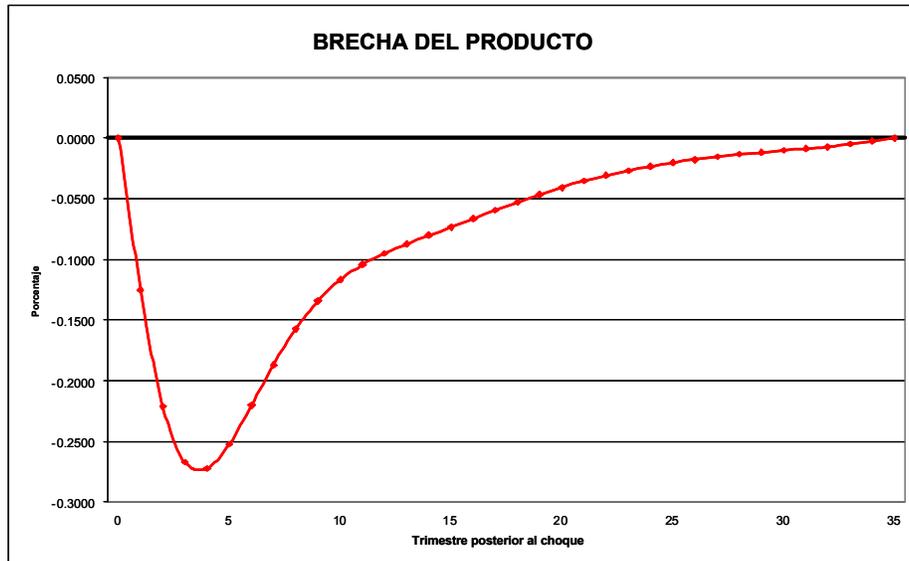
La gráfica siguiente ilustra el efecto de un *shock* positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable, luego del impacto. El valor de estado estacionario de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de aproximadamente quince trimestres, luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del quinto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.



En la gráfica siguiente se ilustra el efecto del *shock* positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés induce a una reducción en la brecha del producto; es decir, que el producto observado llega

⁴⁵ Se define como el estado de la economía en el largo plazo en el que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas.

a reducirse hasta 0.27% en el cuarto trimestre, con respecto al producto potencial. Sin embargo, el choque aludido tiende a diluirse y el producto observado converge hacia su nivel potencial.



En la gráfica siguiente, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un *shock* positivo de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria genera una disminución pronunciada de la tasa de inflación, la cual llega a 2.90% en el séptimo trimestre; seguidamente, dicha tasa converge lentamente a su estado de equilibrio de largo plazo.

