



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

I. MARCO TEÓRICO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

A. LA TRINIDAD IMPOSIBLE DE LA MACROECONOMÍA ABIERTA

1. La importancia de tener un ancla nominal

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

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

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

Anclar la economía en una sola variable nominal es un requisito fundamental a observar para una efectiva conducción de la política macroeconómica; de hecho, en la literatura macroeconómica moderna se considera que el ancla nominal es un bien público, ya que sobre la misma



descansa la sostenibilidad de todos los esfuerzos de estabilización macroeconómica de un país, aspecto que es fundamental para promover el crecimiento y desarrollo ordenado de una economía.

2) La elección del ancla nominal

Los países que escogen que el ancla nominal de su economía sea el tipo de cambio, adoptan un esquema de dolarización, como el caso de Panamá, Ecuador y El Salvador, o un esquema de tipo de cambio superfijo, como lo fue el caso de la “Caja de Convertibilidad” (*Currency Board*) en Argentina (1991-2001)²⁹. Cabe indicar que la adopción del esquema de tipo de cambio superfijo busca estabilizar la inflación interna a niveles internacionales.

Por otra parte, los países que escogen como ancla nominal un agregado monetario y aquéllos que adoptan un esquema de metas explícitas de inflación³⁰ también evitan el incurrir en las inconsistencias macroeconómicas derivadas de la *trinidad imposible*; es decir, se respeta el ancla nominal, permitiendo a las autoridades monetarias estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, lo cual influye positivamente en las expectativas de los agentes económicos, aspecto que fortalece y da sostenibilidad a la estabilidad macroeconómica³¹.

3) La pérdida del ancla nominal

Es importante puntualizar que al no observar el postulado de la “Trinidad Imposible” la autoridad monetaria pierde el control del ancla nominal y, por lo tanto, incurre en inconsistencia macroeconómica. A continuación se abordan dos posibles casos en los que se pierde el ancla nominal en una economía abierta.

a) Cuando en presencia de una política monetaria independiente que persigue la estabilidad en el nivel general de precios, se adopta un régimen de tipo de cambio fijo.

La pérdida del ancla nominal en la economía puede suceder cuando un país que ha venido adoptando una política monetaria que persigue la estabilidad en el nivel general de precios en un contexto de régimen de tipo de cambio flexible decide, simultáneamente, anclar el tipo de cambio nominal; es decir, decide establecer un régimen de tipo de cambio administrado.

²⁹ La sostenibilidad y efectividad de la Caja de Convertibilidad requiere de disciplina fiscal, flexibilidad de precios y salarios y un alto nivel de Reservas Monetarias Internacionales. Cabe puntualizar que el colapso de la Caja de Convertibilidad en Argentina se debió, básicamente, a la indisciplina fiscal y a la rigidez salarial.

³⁰ En este arreglo monetario es fundamental darle solidez a los esfuerzos de consolidación fiscal.

³¹ El enfoque de metas explícitas de inflación tiene la ventaja de que aún cuando un país no tenga un adecuado mercado de capitales que le permita implementar una política monetaria sustentada en una “Regla de Taylor”, la gestión monetaria puede regirse por el esquema tradicional de programación financiera, sin que esto merme la efectividad de dicho enfoque, como es el caso de Guatemala.



Al adoptar un régimen de tipo de cambio administrado, el tipo de cambio es la variable exógena; es decir, es la variable a la cual el Banco Central fija un valor y, por lo tanto, el resto de variables macroeconómicas, especialmente la oferta de dinero, debe ajustarse automáticamente a las condiciones prevalecientes en la economía.

En un sistema de tipo de cambio administrado, la endogeneidad de la oferta monetaria significa que la misma está determinada por el resultado de la balanza de pagos. En consecuencia, cuando la balanza de pagos experimenta una ganancia de reservas monetarias internacionales, la autoridad monetaria tiene que adquirir en el mercado cambiario el exceso de moneda extranjera a cambio de moneda doméstica, lo que significa que el Banco Central aumenta la oferta monetaria. Por el contrario, cuando la balanza de pagos exhibe una pérdida de reservas monetarias internacionales, el Banco Central debe proveer al mercado de moneda extranjera, lo que implica una reducción de la oferta monetaria interna.

El hecho de que la oferta de dinero esté determinada por el resultado de la balanza de pagos, implica que el Banco Central no está en plena capacidad de utilizar la política monetaria para estabilizar la producción, el empleo y los precios internos. En efecto, las entradas (salidas) de capital foráneo se traducirían en aumentos (disminuciones) de la oferta monetaria interna, lo que podría propiciar, a su vez, una alta variabilidad en los precios, en las tasas de interés y en la producción doméstica.

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

Del análisis precedente se puede inferir que es imposible mantener, simultáneamente y de manera sostenible, un régimen de tipo de cambio administrado y una política monetaria independiente que logre estabilizar los precios internos, ya que, como se señaló, la movilidad de capitales induce un comportamiento inestable en la oferta de dinero.

En tal sentido, para evitar incurrir en la inconsistencia macroeconómica derivada de la "Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta", varios países han adoptado un sistema de flexibilidad cambiaria, dado que bajo dicho esquema el Banco Central tiene un control directo sobre la oferta



monetaria y, por lo tanto, puede dedicar sus esfuerzos a estabilizar los precios internos (*Inflation Targeting*), mientras que el ajuste del sector externo es efectuado por movimientos autónomos del tipo de cambio, de acuerdo a las condiciones de mercado.

b) Cuando en presencia de una política monetaria independiente que persigue la estabilidad en el nivel general de precios, en el marco de un régimen de tipo de cambio flexible, se pretende utilizar la política cambiaria para anclar el tipo de cambio real.

Cabe indicar que el hecho de que a la política monetaria se le asigne la estabilización del nivel general de precios se sustenta en que una variable nominal (oferta monetaria) sólo puede afectar a otra variable nominal (precios internos) y de ninguna manera una variable nominal puede incidir en el comportamiento de una variable real, como podría ser, por ejemplo, el tipo de cambio real.

i) Política cambiaria y tipo de cambio nominal

La participación (o, si es el caso, la falta de participación) del Banco Central en el mercado cambiario tiene un efecto determinante en el nivel que alcanza el tipo de cambio nominal en dicho mercado. Este hecho evidente es a veces invocado para recomendar la aplicación de una política cambiaria que persiga la depreciación nominal para favorecer al sector exportador. En particular, suele recomendarse que la política cambiaria sea activa, en el sentido de que la participación del Banco Central en el mercado cambiario conduzca a una depreciación nominal que, como mínimo, compense al sector exportador por la pérdida de competitividad que se derive de la diferencia entre la inflación doméstica y la inflación externa.

El problema que encierra la recomendación de política mencionada es que la adopción de una política cambiaria activa en ese sentido implica la adopción de una meta de tipo de cambio, lo cual es incompatible con la adopción de cualquiera otra meta nominal (como, por ejemplo, una meta de inflación o una meta de crecimiento de un agregado monetario). Por tanto, la política cambiaria activa en cuestión es incompatible con la adopción de una meta de inflación por parte de la política monetaria, lo que hace que la tasa de inflación de la economía sea una variable endógena y no una variable determinada por la política monetaria; en otras palabras, la meta de inflación deja de ser un ancla nominal en la economía. Adicionalmente, debe indicarse que la política cambiaria activa referida no busca la consecución de un tipo de cambio nominal determinado (es decir, no utiliza al tipo de cambio como ancla nominal), sino más bien busca que se genere una depreciación nominal que compense la diferencia observada entre



inflación doméstica e inflación externa. Pero tal diferencia tampoco está determinada ex-ante, pues, como se indicó, la política misma hace que la inflación doméstica se determine endógenamente. Por tanto, la política cambiaria activa en referencia implica la ausencia de un ancla nominal bien definida en la economía. En una situación de indeterminancia nominal como esta, los niveles de inflación y de depreciación cambiaria estarían determinados por expectativas autocumplidas de los agentes económicos, en un ambiente de creciente inestabilidad monetaria, cambiaria y, en general, macroeconómica. En resumen, la política cambiaria activa que pretende mejorar la competitividad del sector exportador genera inconsistencias fundamentales entre las políticas monetaria y cambiaria, impidiendo que el Banco Central propicie la estabilidad del nivel de precios.

ii) Política cambiaria y tipo de cambio real

De acuerdo con lo expresado anteriormente, la política cambiaria activa que busca la depreciación nominal no tiene un efecto favorable sobre el sector exportador, porque tal política implica una pérdida de control sobre la tasa de inflación y, por tanto, no conduce a una depreciación real (excepto, posiblemente, en el muy corto plazo). La razón por la cual la política cambiaria no puede afectar al tipo de cambio real en forma sostenida es que dicha política afecta esencialmente variables nominales (el tipo de cambio nominal y la oferta monetaria), en tanto que el tipo de cambio real es, como su nombre lo indica, una variable real, no una variable nominal. De hecho, el tipo de cambio real refleja el precio de los bienes externos en términos de bienes domésticos. Para que el tipo de cambio real se incremente (es decir, para que haya una depreciación real), se necesita que el precio de los bienes externos, relativo al precio de los bienes domésticos, se incremente; ello implica, en la práctica, que el precio de los bienes domésticos se incremente menos que el precio de los bienes externos. Para que ello ocurra, la política macroeconómica debe restringir suficientemente la demanda agregada de bienes domésticos. Tal restricción de demanda agregada está completamente fuera del alcance de las políticas de banca central (monetaria y cambiaria), tomadas aisladamente. Dicha restricción sólo puede conseguirse mediante un efecto combinado de políticas macroeconómicas, entre las cuales destacan la política fiscal (que determina el nivel de ahorro del sector público y afecta el nivel de ahorro del sector privado) y las políticas estructurales que afectan los precios relativos de los bienes internos y externos (como la política de comercio exterior) y aquéllas que afectan las decisiones de ahorro e inversión (como las políticas financieras y previsionales).

En conclusión, conviene tener presente la inviabilidad e inconsistencia de asignarle a la política cambiaria el objetivo de lograr la competitividad del sector exportador. Tal objetivo debería asignarse a un planteamiento más integral de políticas macroeconómicas, en tanto que la política cambiaria



debería limitarse a ser compatible con la búsqueda del objetivo fundamental de la política monetaria, consistente en propiciar la estabilidad del nivel general de precios. En tanto la política monetaria se concentre en propiciar la consecución de una meta de inflación bien definida, la política cambiaria, para ser consistente, debe permitir que el tipo de cambio se determine libremente en el mercado sin la participación del Banco Central excepto, de ser el caso, para evitar la excesiva volatilidad cambiaria.

B. EL ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

A partir de 1991, y como reacción a una crisis inflacionaria y de cambios, se pone en marcha una serie de medidas de estabilización y ajuste estructural que buscaban una mayor eficiencia económica mediante la implementación de acciones tendientes a controlar la inflación y, además, a fortalecer la balanza de pagos y a buscar la creación de las condiciones que permitieran lograr una tasa de crecimiento económico sostenible. Para ello se planteó la necesidad de efectuar una serie de reformas estructurales en las áreas comercial, financiera, de administración pública, de política monetaria y fiscal, entre otras.

En el contexto descrito, desde inicios de los años noventa, una de las principales tareas de la política monetaria consistió en recoger excedentes de liquidez en la economía, derivados, entre otros, del financiamiento directo, por parte del Banco Central al gobierno, a causa de los déficit fiscales generados a finales de la década de los ochenta. Para ello, se planteó una estrategia de política monetaria basada en la utilización de los instrumentos de regulación monetaria siguientes: a) encaje bancario; b) inversión obligatoria; y, c) Operaciones de mercado abierto.

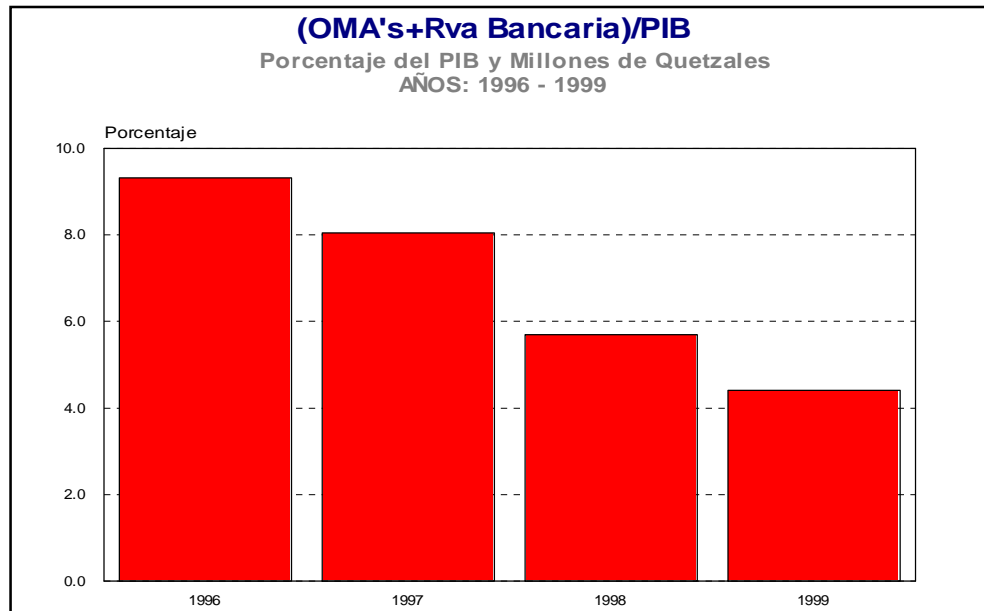
Durante los primeros cinco años de la citada década, el Banco Central empezó a centrarse en el control de la inflación, para lo cual fijaba una meta explícita de inflación; simultáneamente, aplicó diversos mecanismos para participar en el mercado cambiario³², lo que inevitablemente dificultó su capacidad de controlar eficientemente la oferta monetaria; por lo tanto, puede afirmarse que, en estricto sentido, si bien, el Banco Central tuvo éxito en retomar el control de la inflación que se había perdido a finales de los ochentas, la primera parte de la década de los noventa se caracterizó por la inexistencia de un ancla nominal definida.

A partir de octubre de 1996, con el objeto de incentivar la actividad económica, el Banco Central empezó a reducir el nivel de las operaciones de mercado abierto. Un año después dispuso la reducción en la reserva bancaria de

³² Cabe indicar que durante el periodo 1991-1994 se ensayaron los mecanismos de subasta holandesa y venta pública de divisas.

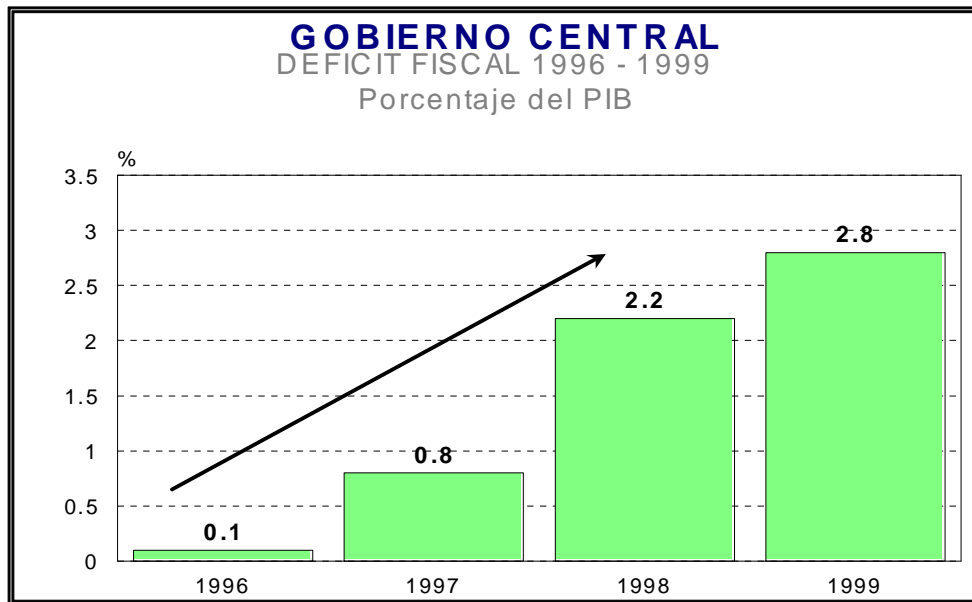


los bancos del sistema, bajo la premisa de que con ello se reduciría la tasa de interés bancaria y se incrementaría la demanda de crédito de los agentes económicos para fines productivos. En consecuencia, la política monetaria se relajó durante el periodo.



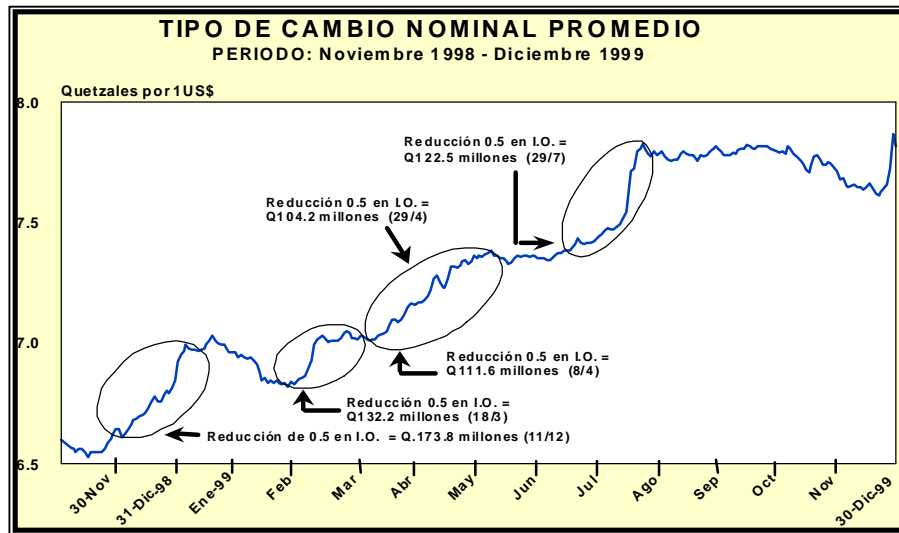
Dentro de ese contexto, se esperaba que el relajamiento de la política monetaria fuera apoyado por una política fiscal conservadora que, con los recursos provenientes de la privatización de los activos del Estado, permitiera incrementar los depósitos del gobierno en el Banco Central.

Sin embargo, la política fiscal, contrario a lo previsto, fue expansiva, lo cual contribuyó aún más al incremento de la liquidez que venía produciéndose por medio del relajamiento de una política monetaria.

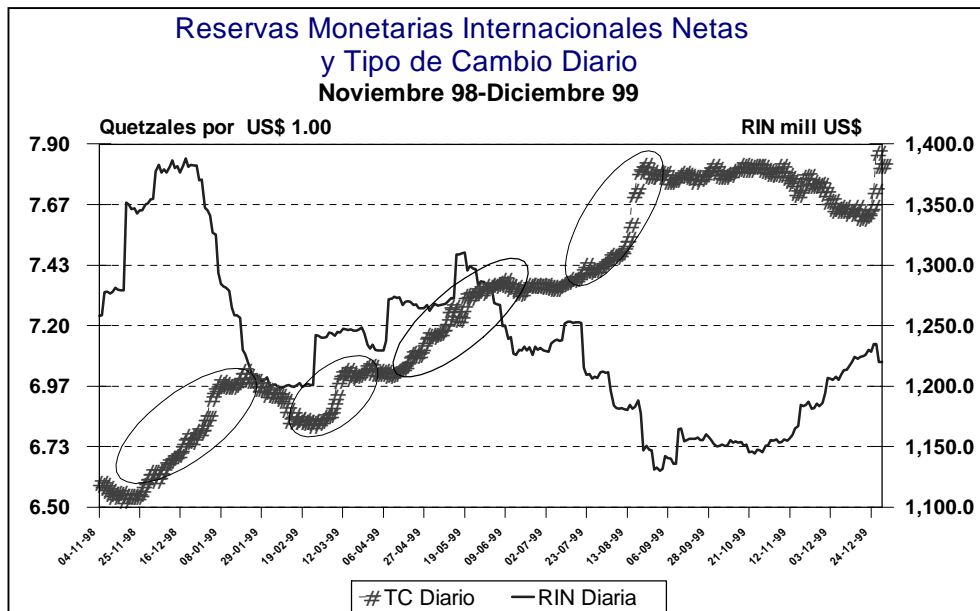


La combinación de una política monetaria y una política fiscal expansivas, produjo un incremento de liquidez bancaria, lo que a su vez generó una disminución acelerada en las tasas de interés. Esta situación afectó el comportamiento del mercado cambiario por dos vías. Por un lado, la reducción de las tasas de interés produjo un acelerado crecimiento del crédito bancario al sector privado, una proporción del cual se destinó a la importación de bienes y servicios, lo que generó un incremento en la demanda de divisas y, por ende, propició la depreciación del tipo de cambio nominal. Por otro lado, la disminución de las tasas de interés bancarias (percibida como insostenible) propició una salida de capitales, lo cual contribuyó a generar mayores presiones sobre el mercado cambiario. Adicionalmente, la formación de expectativas negativas de algunos agentes económicos motivadas, entre otros factores, por la percepción de fragilidad del sistema financiero originada por las crisis financieras externas y la incertidumbre que produjo el proceso electoral de 1999, también contribuyó a profundizar la depreciación del tipo de cambio registrada durante este periodo.

El efecto proveniente de la liberalización de recursos (exceso de liquidez primaria) derivado de la disminución en la reserva bancaria generó una depreciación del tipo de cambio de 16.8% entre noviembre de 1998 y agosto de 1999.



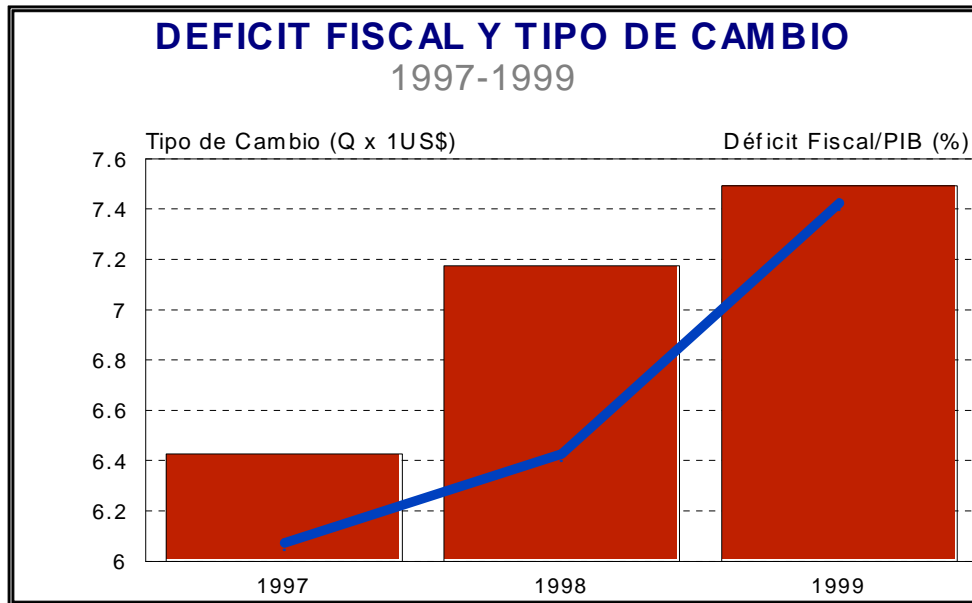
Además, debido a que el Banco Central buscaba no solamente controlar la inflación sino que también mantener un tipo de cambio estable, ello ocasionó una pérdida importante de reservas monetarias internacionales³³ en un intento por contener la depreciación en el tipo de cambio y moderar el comportamiento de la oferta de dinero. En consecuencia, el Banco Central estaba persiguiendo alcanzar dos objetivos nominales en forma simultánea e inconsistente.



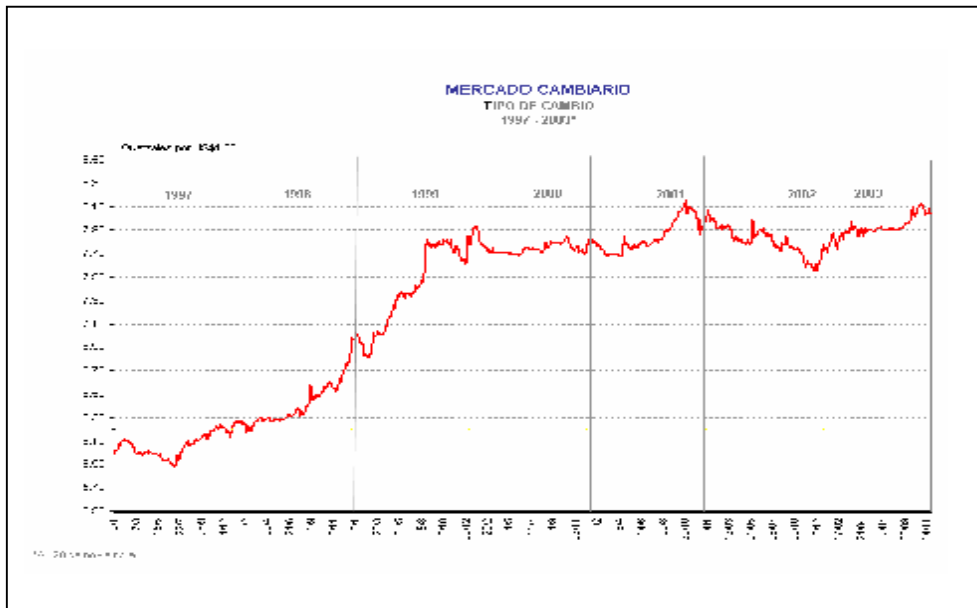
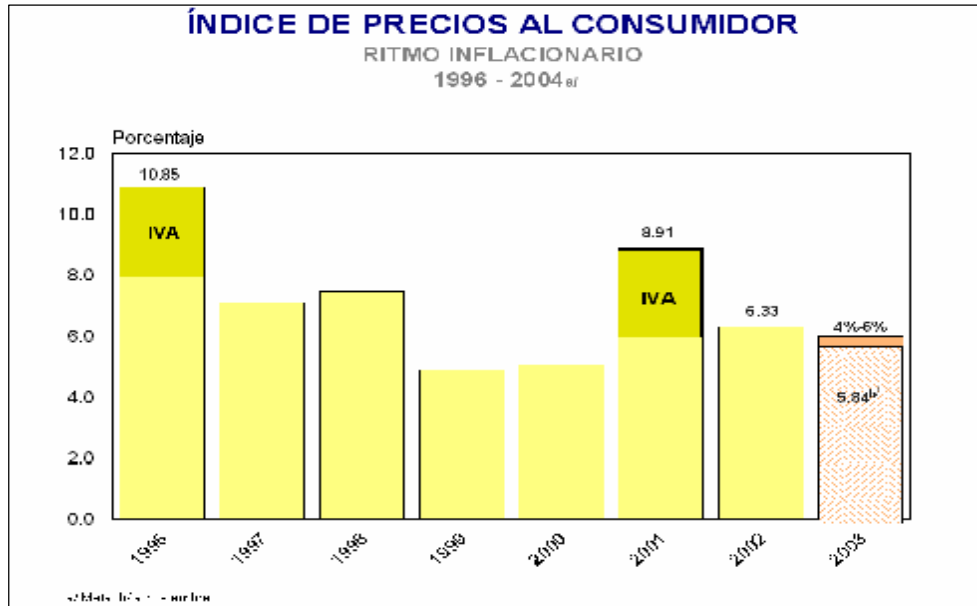
³³ En efecto, el Banco de Guatemala participó en el mercado de divisas para contener la caída de la moneda nacional respecto al dólar de los Estados Unidos de América, provocada por el exceso de liquidez primaria. Como consecuencia, la pérdida de RIN entre noviembre de 1998 y agosto de 1999 fue de US\$218.5 millones.

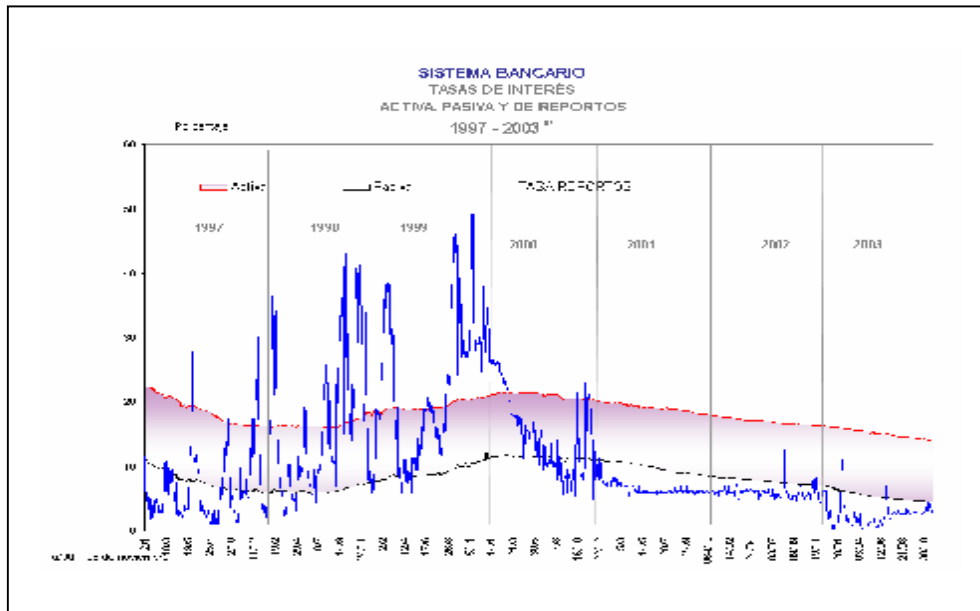


Por otra parte, como se indicó, el relajamiento de la política fiscal también impactó en el desempeño del tipo de cambio. La gráfica siguiente muestra una correlación directa entre el aumento del déficit fiscal y la depreciación cambiaria experimentada durante el periodo comprendido entre 1997 y 1999.



A finales de agosto de 1999, como medida de ajuste, el Banco Central orientó el esquema monetario hacia el uso de una sola ancla nominal, en este caso, la inflación. Para el efecto, y para ser consistente, el Banco Central empezó de nuevo a participar en el mercado de dinero, privilegiando el uso de operaciones de mercado abierto, a efecto de neutralizar los excedentes de liquidez primaria existente en la economía, con lo cual se principió a moderar el nivel de demanda agregada, lo que coadyuvó a la normalización del funcionamiento de los mercados de dinero y cambiario. A partir de entonces empezó a recuperarse la confianza en el quetzal como reserva de valor, como unidad de cuenta y como patrón de pagos diferidos. En los cuatro años subsiguientes la política monetaria ha seguido un esquema basado en una sola ancla nominal (meta de inflación), lo cual le ha permitido no sólo mantener bajo control dicha variable, sino también mantener la estabilidad en los mercados de dinero y cambiario, como se puede apreciar en las gráficas siguientes.





C. LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Durante la última década la política macroeconómica alrededor del mundo ha experimentado profundas transformaciones debido a la nueva estructura económica y financiera de la economía mundial, la cual se caracteriza por una mayor integración e interdependencia entre las economías. En efecto, el proceso de globalización de la economía mundial demanda disciplina macroeconómica para que las diversas economías puedan extraer el máximo beneficio de dicho proceso.

En tal sentido, existe el consenso referente a que la estabilidad del nivel precios es una condición básica para fomentar el crecimiento y desarrollo económicos. Esto se debe a que la estabilidad del nivel de precios reduce la volatilidad en los precios relativos, lo que deriva en una asignación más eficiente de los recursos económicos.

Lo mencionado implica que el banco central debe concentrar y dirigir sus acciones a lograr la estabilidad del nivel de precios, ya que esto constituye el mejor aporte que la política monetaria puede hacer para propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando producción y empleo. Cabe indicar, además, que la estabilidad de precios reduce la incertidumbre y, por lo tanto, coadyuva a que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de ahorro, inversión y empleo.

La efectividad en la reducción de la incertidumbre implica que el Banco Central debe ser transparente y rendir cuentas sobre sus actuaciones. En



este sentido, el Banco Central debe proveer al público de información oportuna y veraz acerca de la meta de inflación que se persigue alcanzar en un determinado horizonte, lo que implica que la tasa de inflación se convierte en el ancla nominal de la política monetaria³⁴.

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

La importancia de focalizar la gestión monetaria de Guatemala hacia lograr la estabilidad del nivel de precios interno, y hacer recaer el ajuste externo en el tipo de cambio, implica que el Banco Central mediante la combinación de sus distintos instrumentos implementa la política monetaria a través de modificaciones en la oferta de dinero, lo que garantiza que el mismo mantenga el control sobre su ancla nominal³⁵.

La profundización de la estabilidad y eficiencia macroeconómica en Guatemala requiere, además, de la consolidación de las finanzas públicas. En efecto, la disciplina fiscal es importante no sólo para evitar que el peso de la estabilización recaiga exclusivamente en la política monetaria, lo cual podría generar distorsiones en las principales variables macroeconómicas, sino también para coadyuvar a que se produzca un ajuste eficiente del sector externo, ya que el excesivo gasto público se traduce en un aumento de la demanda agregada y de la tasa de interés interna, así como en una excesiva apreciación del tipo de cambio real.

Los desequilibrios fiscales, por una parte, producen un exceso de demanda agregada que, a su vez, se traduce en un incremento en las importaciones, lo cual desestabiliza la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el excesivo gasto público produce un aumento en el precio de los bienes no transables internacionalmente, aspecto que genera una apreciación del tipo de cambio real, lo cual incide negativamente en la competitividad de las

³⁴ Es importante puntualizar que la pérdida del ancla nominal de la política monetaria tiene altos costos económicos y sociales, ya que puede conducir a una economía hacia un proceso de alta inflación e inestabilidad económica y financiera, tal como lo muestra la evidencia de países que trataron de utilizar la política monetaria para alcanzar varios objetivos.

³⁵ En el anexo 1 de este documento, se desarrollan, por una parte, los aspectos analíticos y operativos fundamentales que deben observarse en el proceso de implementación de un esquema de metas explícitas de inflación y, por otra, el avance incipiente del esquema de metas explícitas para el caso de Guatemala.



exportaciones nacionales y, por lo tanto, coadyuva a profundizar el desequilibrio mencionado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Otro probable efecto negativo de la indisciplina fiscal es que la misma puede propiciar el aumento de la tasa de interés doméstica por encima de la tasa de interés internacional propicia el ingreso de capitales foráneos especulativos que pueden poner en riesgo la estabilidad cambiaria y financiera del país.

Lo mencionado implica que la consolidación de la disciplina fiscal es importante para que la política monetaria alcance en forma eficiente su objetivo fundamental, así como para producir un ajuste adecuado del sector externo. Sobre el particular, cabe indicar que durante los últimos tres años la disciplina fiscal y monetaria en Guatemala ha permitido la reducción gradual y sostenible de la tasa de interés doméstica. La continuidad de la disciplina monetaria y fiscal es fundamental para propiciar la reducción del diferencial de la tasa de interés doméstica con respecto a la externa, aspecto que propiciaría una movilidad gradual de capitales hacia el exterior, conllevando un ajuste, también gradual en el tipo de cambio nominal, el cual, a su vez, coadyuvaría al ajuste del sector externo.

Como se puede apreciar, la consistencia de la política monetaria, basada en la existencia de un ancla nominal, es de fundamental importancia para crear las condiciones idóneas para el crecimiento ordenado y sostenible de la economía nacional; sin embargo, es necesario recalcar que dichas políticas por sí mismas no son una condición suficiente para generar en forma permanente el crecimiento y desarrollo económicos.

En efecto, la generación de crecimiento y desarrollo requiere, asimismo, de políticas monetaria y fiscal disciplinadas que se conjuguen con políticas de carácter estructural, como la comercial, la laboral y otras, que fomenten un mejor uso de los factores de producción, aumentando la productividad de la economía nacional, todo lo cual redundará en una mayor competitividad de la economía nacional en los mercados internacionales y, de esa forma, se favorecerá el crecimiento económico de largo plazo que permita elevar sostenidamente el nivel de vida de la población³⁶.

El siguiente recuadro ilustra diversos casos en que bajas tasas de inflación han coadyuvado a crear las condiciones necesarias para que una economía crezca en forma eficiente y sostenida.

³⁶ El anexo 2 presenta una exposición teórica y empírica sobre los determinantes del crecimiento económico.



Recuadro 3

Inflación y Crecimiento Económico

Existe una vasta evidencia teórica y empírica acerca de la relación inversa entre inflación y crecimiento económico. Cabe indicar que, por un lado, muchos estudios teóricos coinciden en afirmar que elevadas tasas de inflación perjudican el crecimiento económico, mientras que la evidencia empírica, en general, confirma lo enunciado por dichos estudios. Sobre el particular, Max Gillman¹ en un estudio realizado sobre los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) encontró evidencia de que la desaceleración de tasas de inflación altas a tasas moderadas de un dígito, tiene efectos positivos en el crecimiento económico. Además, Robert Barro², en un estudio de 100 países para un periodo de treinta años, estimó que un incremento de 10 puntos porcentuales en la tasa de inflación está asociado con una caída de 0.3 a 0.4 puntos porcentuales en la tasa anual de crecimiento económico per cápita.

En lo concerniente a la relación inversa entre inflación y crecimiento económico, la experiencia contemporánea de Chile e Irlanda ilustran adecuadamente la citada relación inversa, por lo que a continuación se presenta el caso de ambos países.

En el caso de Chile, cabe indicar que dicha economía presenta uno de los casos más exitosos en lo referente a la reducción sostenida de la inflación. En efecto, luego de que en 1990 registró una tasa de inflación de 27.8%, a partir de 1994 la tasa de inflación de dicho país exhibió una tendencia decreciente hasta ubicarse en niveles de un dígito. Al respecto, muchos analistas de la economía chilena señalan que la desaceleración de la inflación creó las condiciones apropiadas para que dicha economía, entre 1991 y 1998, creciera a una tasa promedio anual de 7.8%.

En el caso de Irlanda, de 1995 a 2000 registró un sólido y sostenible crecimiento económico, así como una marcada tendencia hacia la estabilidad de precios. En efecto, el producto interno bruto registró una tasa promedio de crecimiento de 10% anual, mientras que la tasa de inflación se situó, en promedio, en alrededor de 1.0%.

Del caso de Chile e Irlanda, se puede inferir que aún cuando la estabilidad en el nivel general de precios es una condición necesaria pero no suficiente para promover el crecimiento económico, requiere de la confluencia ordenada y armoniosa de las políticas macroeconómicas y de reforma estructural a fin de que, en un marco de estabilidad económica, los agentes económicos puedan tomar las decisiones adecuadas de producción, ahorro e inversión que maximicen la productividad de los diversos factores inmersos en el proceso productivo.

1 Gillman, M. y otros. Inflation and Growth: Some Theory and Evidence, Central European University, Department of Economics.

2 Barro, Robert. Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study.

II. MARCO MACROECONÓMICO PARA 2004

A. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LA ESTABILIDAD

La evidencia empírica, tanto en países desarrollados como en países en desarrollo, ha demostrado que la principal contribución que un banco central puede hacer al desarrollo económico es procurar mantener el poder adquisitivo de la moneda y que la única manera de conseguirlo es a través de la estabilidad del nivel general de precios.

En ese orden de ideas, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala incorpora el enfoque moderno de asignarle al banco central el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios. Dicho enfoque enfatiza la búsqueda de la eficiencia en la actuación del banco central y sustituye al enfoque de búsqueda de múltiples objetivos que prevalecía en la ley vigente hasta junio de 2002. La fijación de un objetivo fundamental en términos de la búsqueda y mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios, permitirá al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de



esa meta, maximizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer en el logro del desarrollo económico del país³⁷.

En cuanto a la necesidad de mantener, en general, la estabilidad en el nivel general de precios y, en particular, una tasa de inflación baja y estable, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto que dicha estabilidad es una condición necesaria para potenciar el crecimiento económico³⁸. Una elevada inflación es dañina para el crecimiento y desarrollo económico debido, entre otras razones, a que propicia una deficiente asignación de los recursos económicos, lo cual reduce las posibilidades de crecimiento económico; además, en la medida que su volatilidad genere incertidumbre y afecte al sector financiero de la economía, reduce el ahorro en términos reales, redistribuye negativamente el ingreso debido a que los salarios no se ajustan al mismo ritmo que lo hacen los precios y propicia una alta variabilidad en la demanda de dinero, lo cual dificulta la estimación de la misma y, por lo tanto, dificulta la elaboración e implementación de la política monetaria.

En el contexto descrito, es necesario que para 2004 el Banco de Guatemala continúe concentrando sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental, cual es, promover la estabilidad en el nivel general de precios.

B. CONDICIONANTES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Para cumplir con su objetivo fundamental, la política económica deberá desempeñarse en 2004 en función de una serie de condicionantes en el ámbito interno y externo, las cuales se comentan a continuación.

1. Consolidación de la disciplina fiscal

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

Desde el punto de vista conceptual, un elevado déficit fiscal puede tener repercusiones macroeconómicas sumamente negativas. En efecto, el excesivo incremento en la absorción se puede traducir en un aumento en el déficit comercial del país, lo que, por una parte, intensificaría el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por otra, podría presagiar una elevada depreciación del tipo de cambio e inducir a los agentes económicos a trasladar sus recursos a moneda extranjera, con el fin de protegerse de las potenciales pérdidas de capital que entraña la depreciación cambiaria. Esta sustitución monetaria se

³⁷ La estabilidad de precios se ha convertido en una condición *sine qua non* para extraer los máximos beneficios que ofrece el proceso de globalización. Este proceso ha creado un ambiente económico y financiero sumamente dinámico, que genera la necesidad de contar con bancos centrales eficientes y versátiles para cumplir con su tarea estabilizadora.

³⁸ En el recuadro de la página 88 se presenta en forma breve la experiencia de Chile e Irlanda.



traduciría en una pérdida de efectividad de la política monetaria y en la consiguiente dificultad para el banco central de cumplir con su objetivo fundamental.

Un excesivo gasto público puede generar una apreciación del tipo de cambio real debido a que dicho gasto se traduce, fundamentalmente, en un exceso de demanda de bienes no transables, lo que implica que la economía tendrá que trasladar recursos del sector productor de bienes exportables para producir bienes no transables. Esto puede redundar en una reducción de la oferta exportable nacional, lo que, como se indicó, generaría aumentos sustanciales en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y propiciaría la insostenibilidad de dicho déficit.

Por el lado de la demanda agregada de la economía, el déficit fiscal puede propiciar un aumento sustancial en las importaciones de bienes no destinados a la inversión productiva y, de esta forma, puede coadyuvar a la mencionada insostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cuanto al financiamiento del déficit fiscal, este puede ser de origen interno y externo. Al hacer uso de financiamiento interno, la disposición de esos recursos en el mercado financiero implica limitar el crédito al sector privado y, por consiguiente, restringir por esa vía la inversión productiva. Esa situación en el corto plazo tiende a elevar el nivel de la tasa de interés y a producir un efecto real que se materializa cuando la permanencia del déficit fiscal desplaza el gasto privado, al competir ambos sectores por la utilización de los recursos reales escasos. Por otra parte, se produce un efecto financiero, cuando al emitirse deuda pública, el gobierno compite en los mercados financieros con las emisiones de títulos privados, aspecto que ocasiona una elevación en el nivel de las tasas de interés de corto plazo y, posteriormente, en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, que son las relevantes para financiar proyectos de inversión productiva.

Cabe indicar que, en este caso, el sector financiero se vería afectado por el alza en la tasa de interés, pues podría reducirse la rentabilidad de muchos proyectos y, por lo tanto, aumentar la cartera en mora de muchas instituciones financieras.

En el contexto descrito, es importante puntualizar que el logro de la estabilización macroeconómica y el control de la inflación baja y estable serán sostenibles en el tiempo, únicamente si la política monetaria es debidamente apoyada por una política fiscal sana que propicie la consolidación de las finanzas públicas. Ello es así porque si el peso de la estabilización macroeconómica recae únicamente sobre la política monetaria, lo que implica el uso intensivo de operaciones de mercado abierto, se corre el riesgo no sólo de generar presiones sobre la tasa de interés, sino de comprometer el cumplimiento, en el largo plazo, del objetivo fundamental de la política monetaria. En ese sentido, el objetivo fundamental de procurar la estabilidad en el nivel general de precios, así como las



posibilidades de reducir las tasas de interés y generar las condiciones que propicien en el mediano plazo el aumento del ritmo de crecimiento económico, dependen fundamentalmente del apoyo que la política fiscal brinde a la monetaria.

2. Tendencias del entorno externo

Para 2004 se estima que la actividad económica mundial registrará una tasa de crecimiento de 4.1%, superior a la estimada para 2003 (3.2%). En este comportamiento influye el mejor desempeño previsto de la economía de los Estados Unidos de América, la cual, según el Fondo Monetario Internacional -FMI-, crecerá 3.9% en 2004. También se espera un mayor dinamismo en las economías de los otros principales socios comerciales del país (México y Centroamérica).

Es importante indicar que esas posibilidades de reactivación de la economía mundial, a fin de que sean aprovechadas efectivamente, requieren que para 2004 el entorno macroeconómico del país se preserve estable, para lo cual es condición determinante que las políticas fiscal y monetaria se apliquen de manera coherente y coordinada.

3. Estabilidad y crecimiento económico

La política económica es el conjunto de acciones que el gobierno lleva a cabo mediante la utilización de diferentes instrumentos de política, con el propósito de influir sobre ciertas variables-objetivo (por ejemplo, el crecimiento económico, la reducción de la inflación, el aumento de la productividad, la reducción de la pobreza y la redistribución del ingreso).

Con esa base, la política económica está compuesta por una serie de políticas que en términos generales pueden clasificarse en dos grandes grupos: las políticas de estabilización y las políticas estructurales. Dentro de las políticas de estabilización se tienen las políticas que actúan básicamente sobre la demanda agregada siendo ellas la política monetaria y la fiscal; mientras que las políticas estructurales son aquellas que influyen en la eficiencia del aparato productivo y apoyan la institucionalidad actuando sobre la oferta agregada, siendo ellas las políticas que reforman el marco fiscal, comercial, educativo y judicial, entre otras.

Desde esa perspectiva, el crecimiento económico sostenible requiere no sólo de estabilidad macroeconómica, sino que, fundamentalmente, de políticas institucionales y estructurales eficientes que permitan una mayor productividad basada en la mayor calidad de los factores que intervienen en el proceso productivo.

En el contexto descrito, la existencia de una economía dinámica y resistente ante shocks económicos requiere que preexistan una política monetaria



disciplinada, una política fiscal equilibrada y una base institucional y estructural adecuada³⁹ que constituyan la plataforma del crecimiento sostenible.

4. Mantenimiento de la disciplina monetaria

La estabilidad en el nivel general de precios, como objetivo fundamental de la política monetaria, contribuye a propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de dinero, de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando empleo, ahorro y mejores niveles de vida para la población. Sin embargo, resulta comprensible que, en un ambiente de desaceleración económica, se presente en la sociedad cierta “fatiga de estabilización”, ya que si bien es apreciable la reducción y estabilidad en las tasas de interés, un tipo de cambio estable y el control de la inflación, esto no se ha traducido de inmediato en nuevas oportunidades de inversión, mayor crecimiento o mejores niveles de vida. Ello es así porque muchos de los obstáculos que existen para la creación de empleos y la inversión no se eliminan únicamente mediante la estabilización del mercado cambiario, la reducción de la inflación y la tasa de interés, sino que también es necesario contar, como se indicó, con acciones y resultados de reformas estructurales de más amplio alcance.

La evidencia en los últimos años de la década pasada demostró que un relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, puede conducir a una crisis cambiaria, a pérdida de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario⁴⁰. En consecuencia, una nueva expansión del crédito al sector privado en forma artificial, solamente resultaría en un nuevo debilitamiento del sector externo (mediante presiones cambiarias y pérdida de reservas monetarias internacionales) y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo, lo que podría entorpecer el proceso de intermediación financiera y, por ende, aumentar la vulnerabilidad del sistema financiero.

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

³⁹ En anexo 2 se aprecia que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente para el crecimiento económico, pues para potenciar el crecimiento económico también deben aplicarse reformas institucionales que son las llamadas de “segunda generación”.

⁴⁰ En 1998, el crédito bancario al sector privado registró una tasa de crecimiento de 27.7%. En 1999, la depreciación interanual del tipo de cambio fue de 14.2%, la más elevada en la historia del país y el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB se ubicó en 5.5%.



5. Consolidación en la implementación de la nueva legislación financiera

A partir del 1 de junio de 2002, como se indicó, entró en vigencia el nuevo marco legal que regula al sistema monetario y bancario del país, el cual se integra por la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, la Ley Monetaria, la Ley de Bancos y Grupos Financieros y la Ley de Supervisión Financiera.

En ese contexto, en 2004 la autoridad monetaria deberá continuar velando por la consolidación del nuevo marco regulatorio a través de la implementación de acciones que se orienten a su fortalecimiento.

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

C. EJES ESTRATÉGICOS PARA IMPLEMENTAR LA POLÍTICA MONETARIA

1. Fortalecimiento de la moneda nacional como medio de pago, como unidad de cuenta y como depósito de valor en un marco de libre circulación de monedas

El régimen monetario establecido en la legislación vigente, particularmente en la Ley Monetaria y en la Ley de Libre Negociación de Divisas, hace posible que los agentes económicos puedan sustituir la moneda nacional por moneda extranjera, para utilizarla como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. En la medida en que se mantenga la confianza en el quetzal, la libertad de utilizar otras monedas puede coadyuvar a eficientizar las transacciones económicas; sin embargo, si dicha confianza se perdiera, la sustitución de monedas que ello causaría podría tener efectos negativos sobre la estabilidad. En efecto, la evidencia internacional muestra que las economías que han sufrido procesos importantes de sustitución monetaria se caracterizan por una mayor fragilidad financiera y por una menor efectividad de la política monetaria para alcanzar su objetivo fundamental. Ello significa que el Banco de Guatemala, apoyado por el esfuerzo de consolidación fiscal, debe continuar con su disciplina monetaria con el objetivo de fortalecer la confianza en la moneda nacional.

2. Coordinación con la política financiera del Estado

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



Dadas las magnitudes monetarias involucradas en tales decisiones, es menester que el manejo de los recursos financieros del sector público no bancario se compatibilice con las necesidades de liquidez de la economía, de acuerdo con el programa monetario, el cual, a su vez, es coherente con la meta de inflación y la tasa de crecimiento prevista del producto interno bruto. De lo contrario, se podría poner en peligro el control de las variables monetarias y, por ende, el logro de las metas trazadas para 2004.

Con esa base, una política fiscal que persiga la consecución de déficit fiscales bajos y sostenibles constituye un requisito indispensable para mantener las condiciones de estabilidad macroeconómica y para propiciar niveles adecuados de tasas de interés que estimulen el ahorro y la inversión. Por tal motivo, al existir una adecuada coordinación de la gestión financiera del sector público, especialmente entre el Gobierno Central y el Banco Central, como ha sido evidente en 2003, se facilita el éxito de la política monetaria y se reduce la frecuencia y magnitud de la participación de éste último en el mercado de dinero para neutralizar excedentes de liquidez mediante operaciones de mercado abierto. En ese orden, es importante puntualizar que el logro de la estabilidad macroeconómica y el control de la inflación serán sostenibles en el tiempo únicamente si la política monetaria es debidamente apoyada por una política fiscal disciplinada.

En el contexto descrito, reviste especial importancia que en 2004 se consoliden los mecanismos de coordinación a nivel técnico entre funcionarios del Banco Central y del Ministerio de Finanzas Públicas, como se llevó a cabo en 2002 y en 2003, a fin de contribuir a la efectividad de la política monetaria.

3. Sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos

En Guatemala, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se ha ubicado en niveles de alrededor del 5% durante los últimos cinco años. En 2003 se prevé que dicha variable se ubique en 4.5%, lo que implica que para 2004, todavía debe hacerse un esfuerzo considerable para la reducción del mismo.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos refleja el desequilibrio externo de la actividad económica de un país y representa uno de los principales indicadores de solvencia de cualquier economía. Esto significa que la persistencia de cuantiosos déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos puede incidir negativamente en las expectativas de los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, debido a que la insostenibilidad del mismo puede obligar a las autoridades a modificar drásticamente la orientación de la política económica.

En el campo académico no existe consenso respecto a la magnitud de un déficit en cuenta corriente sostenible; algunos expertos como



Sebastián Edwards⁴¹ afirman que un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible para países en vías de desarrollo, debe ubicarse entre el 3% y el 4% del producto interno bruto; en cambio Frenkel⁴² y otros argumentan que el 5% puede ser el umbral idóneo y aseveran que países como Nueva Zelandia han tenido durante mucho tiempo déficit aún superiores al 5% y no han sufrido crisis cambiarias, mientras que países como Israel han tenido problemas con desequilibrios menores a la cifra mencionada.

En la práctica, no debe perderse de vista que la reducción del déficit en cuenta corriente debe conjugarse con una tasa razonable de crecimiento económico y un nivel de precios internos estable, sin recurrir a medidas de control del comercio y de los pagos hacia el exterior a corto y mediano plazos. De esta manera, para propiciar una disminución del mencionado déficit, en la literatura económica se ha sugerido la adopción de una o más de las medidas siguientes:

- a) De reorientación del gasto: éstas pretenden desviar la demanda interna de los bienes extranjeros hacia bienes domésticos. Entre las medidas de esta naturaleza figuran el aumento de la protección ante la importación y los subsidios a la exportación. Cabe indicar que en el corto plazo una medida de tal naturaleza reduciría el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, en el mediano y largo plazos, la permanencia de la misma, al no generar un incremento sostenible en el ahorro doméstico, no necesariamente tendería a reducir el mencionado déficit.
- b) De reducción del gasto: éstas buscan contraer la demanda interna. Entre las medidas de este tipo se encuentran las que provienen de las políticas monetaria y fiscal. En el primer caso, el seguimiento de la disponibilidad de crédito en la actividad productiva puede propiciar niveles de consumo e inversión que resulten compatibles con una moderación de la demanda agregada. Por el lado fiscal, un aumento de impuestos o una disminución del gasto gubernamental, si se ejecuta apropiadamente, desincentiva el consumo y las importaciones, lo que origina una reducción de la demanda agregada.
- c) Estructurales: éstas pretenden reducir los costos de la producción y activar la reacción de la oferta agregada. Entre las medidas de esta naturaleza figuran las reformas que suprimen las barreras al libre movimiento de los bienes y servicios, nacional e internacional, y las que acrecientan la movilidad nacional e internacional de los factores de producción. Conviene mencionar que dichas medidas se encaminan a mejorar la asignación de los recursos y la capacidad de producción, eliminando las distorsiones de costos y precios. Cabe indicar que en el corto plazo, ello podría ocasionar un estímulo sustancial en el

⁴¹ Perspectivas y Desafíos de la Macroeconomía en Guatemala, documento elaborado para el Comité Conjunto, Gobierno de Guatemala y CACIF, junio, 1999.

⁴² Frenkel, J., A. Rasín, and Chi-Wa Yuen. (1996): Fiscal Policies and Growth in the World Economy. Cambridge. MIT Press.



comportamiento de las importaciones, lo que iría en detrimento del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, en el mediano plazo se esperaría que los mayores niveles de productividad se traduzcan en aumentos sostenibles en el ahorro doméstico que den sustento a reducciones en el déficit en cuenta corriente.

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

4. Extensión para 2004 del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

El Acuerdo *Stand-By* 2003 suscrito el 7 de mayo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que cobró vigencia el 18 de junio del presente año, ha constituido, al igual que el Acuerdo *Stand-By* 2002, un respaldo a la calidad y coherencia de la política económica del país durante 2003, especialmente en el ámbito monetario y fiscal. La evaluación que el referido organismo internacional ha realizado constantemente al programa macroeconómico relativo al cumplimiento de las metas trimestrales que el gobierno planteó en las áreas fiscal, monetaria, financiera, externa y de reforma estructural, se considera como uno de los factores que ha contribuido a transmitir un mensaje del compromiso del país con el objetivo de estabilidad macroeconómica.

El programa vigente tiene una duración prevista de nueve meses (junio 2003 – marzo 2004). En este sentido, la extensión del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional significaría una vez más el apoyo a la continuidad de la disciplina fiscal y monetaria que se ha venido logrando en el marco del acuerdo, en beneficio de la consolidación de la estabilidad macroeconómica en 2004.

En el campo monetario, la extensión del acuerdo apoyaría en 2004 la aplicación de una política monetaria disciplinada, con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios y un nivel adecuado de reservas monetarias internacionales. En el campo fiscal, que el déficit fiscal se mantenga en un nivel inferior al 2% del producto interno bruto, lo cual apoyaría a la política monetaria y sería consistente con los esfuerzos de consolidación de la estabilidad macroeconómica del país.



D. PERSPECTIVAS

1. Del sector real

Para 2004 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 2.6%, tasa que continúa siendo modesta, aunque superior a la esperada en 2003 (2.1%). Esta leve recuperación prevista en la actividad económica se fundamenta, en parte, en una mejora en el entorno externo, principalmente por la recuperación de la economía de los Estados Unidos de América. En el orden interno, la recuperación de la economía nacional estaría apoyada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas (apoyadas, preferentemente, por la continuidad del Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional) y, por la mejora en las expectativas derivadas de la finalización del evento electoral.

A nivel de sectores productivos, se prevé que éstos registren un comportamiento positivo; sin embargo, se estima que el de *agricultura, silvicultura, caza y pesca*; el de *explotación de minas y canteras*; el de *transporte, almacenamiento y comunicaciones*; y, el de *propiedad de vivienda*, observen tasas de crecimiento menos dinámicas que las esperadas en 2003.

Para el sector *agricultura, silvicultura, caza y pesca* (con una participación de 22.7% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.6%, menor al previsto para 2003 (3.1%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, a la evolución esperada en la producción de café, la cual se estima que alcance el mismo nivel que en 2003 (4,600.0 miles de quintales), así como a la pérdida de dinamismo en la producción de cardamomo, en tanto que se prevé una mejora en la producción de banano y caña de azúcar.

En el caso de la producción de café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, se estima que el próximo año continúe el fenómeno de la sobre oferta mundial y los bajos precios del grano en el mercado internacional. Cabe agregar que, aun cuando se espera que en 2004 el precio medio de exportación del café sea de alrededor de US\$64.00 por quintal, superior al de 2003 (US\$59.90 por quintal), éste continuará siendo bajo con relación al que prevaleció en el mercado internacional en el periodo 1995-2001 (alrededor de US\$100.00 por quintal).

En el caso del cardamomo, se espera que para 2004 la producción crezca 15.0% (35.0% en 2003). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el menor dinamismo previsto se explica por una reducción en la recolección del aromático, debido al bajo nivel de precios esperado.



En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que ésta crecerá 6.7% (4.6% de caída en 2003). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA- y la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COGIBUA-, el crecimiento esperado se sustenta en el inicio de la fase de producción en las nuevas plantaciones del área sur del país, las que se establecieron a raíz de los recurrentes problemas laborales en las zonas bananeras del departamento de Izabal.

En la producción de caña de azúcar se espera un crecimiento de 1.4%, comportamiento que contrasta con la caída de 3.4% esperada para 2003. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2003/2004 se prevé una producción de 360.0 millones de quintales (354.9 millones de quintales en la zafra de 2002/2003), comportamiento asociado a la aplicación de mejores labores culturales.

Por su parte, de acuerdo con estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, tanto la producción de maíz como la de frijol crecerán 1.0% (1.1% y 1.5%, en el mismo orden, para 2003). El menor dinamismo esperado se asocia a las expectativas de la persistencia de fenómenos climáticos adversos en 2004.

En el caso del sector de la industria manufacturera (con una participación de 12.4% en el PIB) se espera un crecimiento de 1.1%, porcentaje que, aunque superior al esperado para 2003 (0.6%), todavía es moderado si se compara con el crecimiento promedio registrado en el periodo 1998-2000 (2.7%). Tal comportamiento se asocia a la recuperación esperada en las exportaciones de productos industriales, principalmente, a los mercados estadounidense y centroamericano, ante la expectativa de un mejor desempeño de sus economías.

La actividad del sector *comercio al por mayor y al por menor* (con una participación del 24.8% en el PIB) se estima que registre una tasa de crecimiento de 2.3% (2.1% en 2003), explicada, principalmente, por el ritmo de crecimiento previsto en el sector *industria manufacturera*, así como en el de las importaciones.

En el sector *minas y canteras* se espera un crecimiento de 2.6% (2.8% en 2003). El menor dinamismo en este sector estaría influenciado por la caída prevista en la producción del subsector Piedrín y arena, debido a la contracción esperada en la construcción privada.

En lo que respecta al sector *electricidad y agua*, se estima un crecimiento de 4.2% (4.0% en 2003), el cual se asocia, principalmente, al aumento esperado en la demanda de energía eléctrica, derivado del dinamismo previsto en las actividades industriales, comerciales y de servicios.

El sector *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se prevé



que registre un crecimiento de 5.1% (5.4% en 2003). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en el subsector transporte, el cual se reduce de un crecimiento de 3.0% en 2003 a uno de 2.9% en 2004, asociado, principalmente, al menor dinamismo en la incorporación de nuevas unidades del transporte urbano y extraurbano de pasajeros, así como al leve incremento esperado en el transporte extraurbano de carga, asociado al comportamiento previsto en el sector industrial. Por otra parte, el subsector comunicaciones, que representa el 42.9% del sector, se espera que registre un crecimiento de 8.2% en 2004 (9.2% en 2003), derivado del menor dinamismo en la activación de nuevas líneas telefónicas.

El sector *construcción*, por su parte, se espera registre una tasa de variación positiva de 4.4% (0.1% en 2003), como resultado de un incremento de 7.5% en la construcción pública (1.1% de caída en 2003) y de una contracción de 1.5% en la construcción privada (2.4% de crecimiento en 2003). En el caso de la construcción pública, el resultado se asocia a un mayor ritmo de ejecución de proyectos de infraestructura. En el caso de la construcción privada, el resultado se asocia al comportamiento negativo que registró la superficie de construcción autorizada en 2003, aspecto que se verá reflejado en la construcción realizada para 2004.

En cuanto al sector banca, seguros y bienes inmuebles, se prevé que en 2004 se registre una tasa de crecimiento de 1.9% (1.5% en 2003), asociada a un comportamiento más dinámico en la intermediación financiera.

En lo que respecta al sector administración pública y defensa se espera que podría registrar un mayor dinamismo en relación a lo previsto para 2003 (-4.6%), al crecer 1.0%. Este resultado se explicaría, principalmente, por el incremento de 11.3% previsto en el rubro de gastos por remuneraciones del Gobierno General (5.9% en 2003).

Para los sectores de *propiedad de vivienda y servicios privados* se esperan tasas de crecimiento de 2.8% y 3.6%, respectivamente, similares a las previstas para el año anterior (2.9% y 3.5%, en su orden).



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

CONCEPTO	2003 e/	2004 py/	Tasas de variación	
			2003	2004
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5,420.9</u>	<u>5,563.2</u>	<u>2.1</u>	<u>2.6</u>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,229.8	1,261.4	3.1	2.6
Explotación de minas y canteras	30.0	30.8	2.8	2.6
Industria manufacturera	685.0	692.6	0.6	1.1
Construcción	93.8	97.9	0.1	4.4
Electricidad y agua	232.1	241.8	4.0	4.2
Transporte, almacenamiento y comun.	582.4	612.1	5.4	5.1
Comercio al por mayor y al por menor	1,346.3	1,377.2	2.1	2.3
Banca, seguros y bienes inmuebles	269.2	274.3	1.5	1.9
Propiedad de vivienda	252.5	259.6	2.9	2.8
Administración pública y defensa	377.6	381.5	(4.6)	1.0
Servicios privados	322.2	334.0	3.5	3.6

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

2. Del sector externo

a) De la economía mundial⁴³

Para 2004 se estima que la economía mundial continuará recuperándose y alcanzará una tasa de crecimiento de 4.1%; sin embargo, existen algunos riesgos que podrían afectar la reactivación de la economía mundial, entre los cuales se pueden mencionar los siguientes:

- Los desbalances de cuenta corriente de balanza de pagos de la economía global;
- La dependencia de la economía mundial respecto de las perspectivas económicas de Estados Unidos de América, ya que este país aún no ha logrado reducir su déficit en cuenta corriente de balanza de pagos. Una reducción de dicho déficit podría estar relacionada con un menor crecimiento de la economía estadounidense, lo cual debilitaría el crecimiento de la producción mundial;

⁴³ El contenido de este apartado se basa en el documento: World Economic Outlook. International Monetary Fund. September 2003.



- El reciente aumento de la inversión, principalmente en Estados Unidos de América, podría no ser perdurable, lo cual dependerá en parte de las secuelas derivadas de la burbuja en las cotizaciones bursátiles;
- La volatilidad entre las monedas más importantes podría ser causa de preocupación, principalmente para algunos países en desarrollo con tipo de cambio fijo y para aquéllos que carecen de una correspondencia entre la estructura monetaria de su comercio exterior y la de su deuda externa;
- En los mercados financieros se ha notado un fuerte aumento del rendimiento de los bonos, lo cual podría afectar la demanda doméstica, especialmente en los países donde el precio de los inmuebles ha aumentado fuertemente durante los últimos años; y,
- La reciente mejora en las condiciones financieras de los mercados emergentes podría ser revertida si las tasas de interés en los países industriales aumentaran rápidamente.

Respecto a las perspectivas de crecimiento económico de Estados Unidos de América, es posible esperar que se registre un fuerte crecimiento económico (3.9%) en 2004, debido principalmente a los estímulos de la política macroeconómica en proceso; en particular, a que los efectos del relajamiento de la política monetaria de 2003 se estarían extendiendo en el año siguiente y a que en el primer trimestre de ese año se prevé un nuevo estímulo fiscal a los contribuyentes mediante un nuevo recorte de impuestos.

En el área del euro, las perspectivas de recuperación se sustentan principalmente en un aumento de la demanda externa y en un bajo nivel de las tasas de interés, con lo que para 2004 se proyecta una tasa de crecimiento económico de 1.9%.

En el caso de Japón las perspectivas para 2004 no son muy alentadoras, debido a la persistente deflación y a la debilidad que presentan los sectores financiero, corporativo y público, factores que permiten considerar que la economía japonesa continuará siendo vulnerable a un amplio rango de choques domésticos aunado a otros choques de carácter externo. Además, existe el riesgo de una apreciación sostenida del yen, lo cual podría derivar en un fuerte impacto sobre los ingresos corporativos, la inversión, la deflación y las exportaciones netas. Tomando en cuenta los aspectos descritos, se estima que Japón alcanzará una tasa de crecimiento económico de 1.4% en 2004.

En contraste, para las economías emergentes de Asia se estima un fuerte crecimiento económico de 6.2% en 2004; sin embargo, esto dependerá de que la demanda doméstica experimente un rápido repunte, así como del efecto positivo del ritmo de recuperación de la economía mundial y de la reactivación del sector de tecnología informática. Por su parte, en lo que respecta a los países en desarrollo en su conjunto, se prevé un crecimiento económico de alrededor de 5.6%.



Otra de las regiones con perspectiva de crecimiento económico favorable es África. En ese sentido, se estima que el PIB aumentará significativamente a una tasa de 4.8% en 2004. Dicho crecimiento estará sustentado en un auge en las exportaciones, así como en la implementación de políticas macroeconómicas sanas. Asimismo, las expectativas de crecimiento económico de la región africana dependerán de una mejora significativa de la estabilidad política y de condiciones climáticas favorables.

En el Medio Oriente, se espera que en 2004 la tasa de crecimiento del PIB sea de 4.5%, principalmente por la expectativa de un mayor dinamismo de la actividad económica en los países no productores de petróleo de esta región, siempre y cuando se dé una recuperación de la economía mundial y se experimente una reducción de la incertidumbre geopolítica. Por su parte, se prevé un menor dinamismo de la economía de los países productores de petróleo debido a que enfrentan riesgos tales como la frágil situación de seguridad; las perspectivas del mercado de petróleo, que están sujetas a una considerable incertidumbre; y, la posible tendencia hacia la caída del precio de dicho producto.

Las economías del Hemisferio Occidental⁴⁴, se estima que crecerían, en conjunto, a una tasa de 3.6% para 2004. Dicha tasa estaría sustentada en un posible aumento de las exportaciones, como resultado de la recuperación económica mundial; sin embargo, en esta región existen algunos riesgos asociados a las perspectivas de crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica, principalmente por la incidencia que puedan presentar los factores siguientes: i) la insostenibilidad del repunte de los bonos de los mercados emergentes; ii) la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de políticas macroeconómicas disciplinadas; iii) el incremento en el riesgo-país de las economías altamente dolarizadas; y, iv) la inestabilidad política en algunos países de la región.

Asimismo, se estima que las economías de los países en transición crecerán a una tasa de 4.7%. Esta proyección descansa en el hecho de que en los países de Europa Central y del Este, candidatos a formar parte de la Unión Europea, el crecimiento económico registraría una tasa de 4.1%. De igual manera, tales expectativas son apoyadas por el crecimiento de las exportaciones, lo cual a su vez estimularía la inversión; sin embargo, no se puede dejar de considerar el hecho de que dichos países dependen de la recuperación económica del área del euro. Por su parte, se espera que los países en transición de la Comunidad de Estados Independientes registren, en su conjunto, una tasa de crecimiento económico de 5.0%, como consecuencia de los beneficios esperados de una continua recuperación mundial. No obstante, tal como sucede en otras regiones de la economía global, existen algunos riesgos, entre ellos, las

⁴⁴ La definición del Fondo Monetario Internacional (FMI) para las economías del "Hemisferio Occidental", comprende los siguientes países: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominicana, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Antillas Holandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



expectativas del mercado de petróleo, los incrementos excesivos de salarios en algunos países y la debilidad de la inversión del sector no petrolero.

Por último, se proyecta que los países avanzados experimenten una tasa de inflación de 1.3% en 2004, el nivel mas bajo durante los últimos treinta años. Por su parte, la inflación en los países en vías de desarrollo se espera que sea del 4.9%, nivel históricamente bajo. En el caso de los países en transición, la tasa esperada de inflación es 9.1%.

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

CRECIMIENTO ECONÓMICO	
Economía mundial	4.1
Economías avanzadas	2.9
Estados Unidos de América	3.9
Área del euro	1.9
Japón	1.4
Economías emergentes de Asia	6.2
Países en desarrollo	5.6
África	4.8
Área del Sub-Sahara (excluyendo Sudáfrica)	5.9
Sudáfrica	3.0
Medio Oriente	4.5
Hemisferio Occidental	3.6
Argentina	4.0
Uruguay	4.5
Paraguay	1.0
Brasil	3.0
Venezuela	7.7
República Dominicana	0.5
México	3.5
Economías en transición	4.7
Europa Central y del Este	4.1
Comunidad de Estados Independientes	5.0
INFLACIÓN	
Economías avanzadas	1.3
Estados Unidos de América	1.3
Alemania	0.6
Japón	-0.6
Francia	1.7
Países en desarrollo	4.9
Países en transición	9.1

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



b) De la balanza de pagos de Guatemala

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas, la balanza de pagos de Guatemala para 2004 plantea un escenario en el que se estima una disminución de reservas monetarias internacionales netas -RIN- por US\$275.2 millones, ya que el saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera, de US\$831.8 millones, sería insuficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado para el próximo año, el cual se ubicaría en US\$1,107.0 millones, equivalente a 4.2% del PIB (4.5% en 2003).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$2,492.6 millones, mayor en US\$120.9 millones (5.1%) respecto al de 2003. Dicho resultado estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$27.7 millones (2.8%) y por el aumento en el valor de las exportaciones de otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$93.1 millones (6.8%). Las ventas a Centroamérica estarían creciendo en US\$59.7 millones (6.5%), mientras que las exportaciones que se destinan al resto del mundo estarían aumentando en US\$33.4 millones (7.5%).

En el caso del valor de las exportaciones de los principales productos, el aumento de 2.8% se explicaría por un alza en el valor de las exportaciones de café, al pasar de US\$325.7 millones en 2003 a US\$328.1 millones en 2004, como consecuencia de la tendencia al aumento en el precio internacional del grano, ya que se prevé una reducción en el volumen de exportación por 188 miles de quintales. En lo concerniente al valor exportado del azúcar, se estima que éste se situaría en US\$211.7 millones, mayor en US\$22.9 millones (12.1%) respecto de 2003. Dicho resultado obedecería a un incremento tanto en el volumen de exportación, el cual pasaría de 28,057.8 miles de quintales en 2003 a 29,200.0 miles de quintales en 2004, como en el precio medio por quintal, el cual se estima que se incrementaría de US\$6.73 en 2003 a US\$7.25 en 2004.

En el caso del banano, el valor exportado se esperaría que se sitúe en US\$229.6 millones, mayor en US\$11.4 millones (5.2%) con relación a 2003. Este resultado se explicaría por un aumento en el volumen de exportación, el cual pasaría de 19,497.4 miles de quintales en 2003 a 20,500 miles de quintales en 2004, como consecuencia de una recuperación en la producción guatemalteca. Por último, en lo que respecta al petróleo, se espera una disminución en su valor de exportación, al pasar de US\$183.0 millones en 2003 a US\$157.5 millones en 2004, debido, básicamente, a la tendencia a la baja del precio del producto en el mercado internacional.



En cuanto al valor CIF de las importaciones, éste estaría ubicándose en US\$6,472.9 millones, mayor en US\$249.0 millones (4.0%) respecto de 2003. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica para 2004. Por su parte, el valor de las importaciones mostraría un aumento en maquinaria, equipo y herramienta (5.4%); en los bienes de consumo (4.0%); en las materias primas y productos intermedios (3.7%); y, en los combustibles y lubricantes (2.5%).

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para el próximo año, la balanza comercial registraría un déficit de US\$3,980.3 millones, menor en US\$128.1 millones (3.3%) respecto de 2003.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$630.7 millones, mayor en US\$23.4 millones (3.9%) respecto del superávit de 2003, principalmente por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento previsto en los bienes de transformación (maquila); en el rubro de transporte y seguros; y, en los ingresos por turismo y viajes.

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$2,242.6 millones, mayores en US\$106.8 millones (5.0%) a las estimadas para 2003, debido a que se prevé mayores ingresos por concepto de remesas familiares (5.5%) y donaciones (3.3%).

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría un saldo superavitario de US\$831.8 millones, inferior en US\$697.3 millones (45.6%) al de 2003. En dicho resultado destaca la disminución en el capital oficial y bancario por US\$434.3 millones (77.7%), fundamentalmente porque para 2004 se espera que el gobierno central no realice nuevas colocaciones de bonos con no residentes. Por su parte, se espera que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado se reduzca en US\$269.8 millones (32.4%) debido a que los incrementos esperados en la inversión extranjera directa y capital de mediano y largo plazos, no serían suficientes para compensar la disminución de capital a corto plazo.

En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas aumentarían en US\$6.8 millones (5.0%) al situarse en US\$143.3 millones, debido a las donaciones que el gobierno recibiría.

Como resultado del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría, como se indicó, una pérdida de reservas monetarias internacionales de US\$275.2 millones. Cabe indicar que derivado, de la disminución en el nivel de reservas monetarias internacionales y



del aumento en las importaciones de bienes, el indicador de meses de importaciones de bienes financiados con reservas sería de 3.9, menor al valor de 2003 (5.4). Aún así, de acuerdo con los estándares internacionales, dicho indicador seguiría reflejando una posición externa favorable.

GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS

AÑOS: 2003 - 2004

-En millones de US dólares-

CONCEPTO	2003 ^{e/}	2004 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1,109.1	-1,107.0	2.1	-0.2
A. BALANZA COMERCIAL	-3,852.2	-3,980.3	-128.1	3.3
1. Exportaciones FOB	2,371.7	2,492.6	120.9	5.1
Principales Productos	1,007.2	1,034.9	27.7	2.8
Otros Productos	1,364.5	1,457.6	93.1	6.8
2. Importaciones CIF	6,223.9	6,472.9	249.0	4.0
B. SERVICIOS	607.3	630.7	23.4	3.9
1. Factoriales, Neto	-420.7	-460.0	-39.3	9.3
2. No Factoriales, Neto ^{1/}	1,028.0	1,090.7	62.7	6.1
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	2,135.8	2,242.6	106.8	5.0
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,529.1	831.8	-697.3	-45.6
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	136.5	143.3	6.8	5.0
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	559.3 ^{a/}	125.0	-434.3	-77.7
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{2/}	833.3	563.5	-269.8	-32.4
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	420.0	-275.2		
Reservas Netas (- aumento)	-420.0	275.2		

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

417.6

459.4

^{2/} Incluye Errores y Omisiones

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

^{e/} Estimado de cierre

^{f/} Cifras Estimadas

CUENTA CORRIENTE / PIB

-4.5

-4.2

3. Del sector fiscal

Derivado de que el Congreso de la República no aprobó el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2004, que en su oportunidad elevara a su consideración el Organismo Ejecutivo en calidad de proyecto, y que, en consecuencia, el presupuesto que regirá para el siguiente año es el que se encuentra vigente en el presente año⁴⁵, el panorama fiscal habrá de ajustarse a la referida disposición.

⁴⁵ Se refiere al Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado aprobado originalmente para 2003, incluyendo las ampliaciones presupuestarias aprobadas por el Congreso de la República hasta el 30 de noviembre de 2003.



En el contexto descrito, cabe indicar que, si bien es cierto que se tiene certeza en cuanto a los montos globales de ingresos, de gastos y de financiamiento que deberán observarse a partir del próximo primero de enero, también lo es que no hay certeza jurídica en cuanto a la fuente de financiamiento que corresponde a la colocación de Bonos del Tesoro, en virtud de que para el efecto la misma tendrá que ser aprobada por el Congreso de la República que se constituya el próximo 14 de enero, por lo que, todavía no existen disposiciones legales y reglamentarias que indiquen las características que tendrían los mismos.

Por lo expuesto, para las proyecciones fiscales de 2004 se elaboraron cuatro escenarios, separados en dos grupos. Cabe indicar que para los cuatro escenarios se considera únicamente la colocación de Bonos del Tesoro en quetzales en el mercado doméstico, debido a que, por un lado, introducir el supuesto de una colocación en moneda extranjera, dado sus efectos monetizantes, complicaría la interpretación y seguimiento del programa monetario y, por el otro, la posición externa del país es significativamente favorable, por lo que la misma no se pondría en riesgo en 2004 si el Gobierno no colocara los Bonos del Tesoro en moneda extranjera.

El primer grupo de escenarios considera los montos presupuestados que estarán vigentes, bajo el supuesto de que los mismos se ejecutan en un 100%. En ese sentido, el déficit fiscal ejecutado sería de 3.3% en relación al producto interno bruto. Sobre el particular, derivado de la referida incertidumbre en cuanto a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, se plantean dos posibilidades: la primera, considera que el financiamiento provendría, principalmente, de la colocación de bonos en el mercado doméstico y, complementariamente, del uso de caja del Gobierno Central (escenario 1); la segunda posibilidad considera que el financiamiento interno provendría únicamente del uso de caja del Gobierno Central (escenario 2).

El segundo grupo considera que la ejecución del presupuesto sería la misma que la que se espera observar en 2003, en el marco del cumplimiento del Acuerdo *Stand-By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional. Por lo tanto, este grupo de escenarios considera un déficit fiscal de 1.5% en relación al PIB⁴⁶. En este caso, derivado, como se indicó, de la referida incertidumbre en cuanto a los fuentes de financiamiento interno del déficit fiscal, se plantean dos posibilidades: la primera, considera que el financiamiento interno provendría, principalmente, de la colocación en el mercado doméstico del cupo existente para emisión de deuda bonificada interna y, complementariamente, del uso de caja del Gobierno Central (escenario 3); la segunda posibilidad considera que el financiamiento interno provendría únicamente del uso de caja del Gobierno Central (escenario 4).

⁴⁶ Si bien el déficit fiscal para 2003 y para 2004 sería de Q3,124.3 millones, al esperarse para 2004 un PIB nominal mayor al de 2003, la relación de dicha variable con respecto al PIB se situaría en 1.6% y en 1.5%, respectivamente.



a) Escenarios con base en el presupuesto del Gobierno Central

i) Escenario 1

En este escenario los ingresos totales aumentarían en 1.4% respecto a la proyección de cierre de 2003; mientras que el gasto público exhibiría un incremento de 17.2% en relación a la que se espera para finales de 2003. Como resultado del mayor dinamismo de los egresos totales en relación a los ingresos totales, el déficit fiscal se situaría en Q7,147.2 millones, monto equivalente al 3.3% con relación al PIB, superior al previsto para finales de 2003.

En lo que corresponde a las fuentes de financiamiento del citado déficit, en el presupuesto para 2004 se prevé financiamiento interno neto por Q5,410.0 millones, financiamiento externo neto por Q707.7 millones (que incluye desembolsos por Q2,074.0 millones y amortizaciones por Q1,366.3 millones) y un uso de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala por Q1,029.5 millones.

ii) Escenario 2

En este escenario los ingresos totales aumentarían en 1.4% respecto a la proyección de cierre de 2003; mientras que el gasto público exhibiría un incremento de 17.2% en relación a la que se espera para finales de 2003. Como resultado del mayor dinamismo de los egresos totales en relación a los ingresos totales, el déficit fiscal se situaría en Q7,147.2 millones, monto equivalente al 3.3% con relación al PIB, superior al previsto para finales de 2003.

En lo que corresponde a las fuentes de financiamiento del citado déficit, en el presupuesto para 2004 se prevé financiamiento externo neto por Q707.7 millones (que incluye desembolsos por Q2,074.0 millones y amortizaciones por Q1,366.3 millones) y un uso importante de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala por Q6,439.5 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS 2003 - 2004
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2003 e/	Escenario 1	Escenario 2
		2004 p/	2004 p/
I. INGRESOS Y DONACIONES	21,995.8	22,295.7	22,295.7
A. Ingresos (1 + 2)	21,684.0	21,911.3	21,911.3
1. Ingresos Corrientes	21,684.0	21,808.3	21,808.3
a. Tributarios	20,273.4	20,746.3	20,746.3
b. No Tributarios	1,410.6	1,062.0	1,062.0
2. Ingresos de Capital	0.0	103.0	103.0
B. Donaciones	311.8	384.4	384.4
II. TOTAL DE GASTOS	25,120.1	29,442.9	29,442.9
A. Funcionamiento	17,878.1	18,683.9	18,683.9
B. Capital	7,242.0	10,759.0	10,759.0
III. SUPERAVIT O DEFICIT FISCAL	-3,124.3	-7,147.2	-7,147.2
IV. FINANCIAMIENTO NETO	3,124.3	7,147.2	7,147.2
A. Interno	2,536.3	5,410.0	0.0
B. Externo	2,488.0	707.7	707.7
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,900.0	1,029.5	6,439.5

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación de cierre

p/ Presupuesto

Carga Tributaria

10.3

9.7

9.7

Déficit Fiscal / PIB

1.6

3.3

3.3

b) Escenarios con base en la ejecución presupuestaria

i) Escenario 3

En este escenario tanto los ingresos totales como el gasto público serían iguales a los de la proyección de cierre de 2003, 5.9% y 11.4%, respectivamente. Como resultado del mayor dinamismo de los egresos totales en relación a los ingresos totales, el déficit fiscal se situaría en Q3,124.3 millones, monto equivalente al 1.5% con relación al PIB, levemente inferior al previsto para finales de 2003.

En lo que corresponde a las fuentes de financiamiento del citado déficit, en la ejecución para 2004 se prevé financiamiento interno neto por Q4,516.6 millones, financiamiento externo neto por Q707.7 millones (que incluye desembolsos por Q2,074.0 millones y amortizaciones por Q1,366.3 millones) y un incremento en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,100.0 millones.



ii) Escenario 4

En este escenario se supone que el financiamiento interno del presupuesto para 2004 provendría únicamente del uso de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala. Con esa base, se tiene que el déficit fiscal estimado ascendería a Q3,124.3 millones, monto equivalente al 1.5% en relación al PIB.

En lo que corresponde a las fuentes de financiamiento del referido déficit, éstas provendrían de financiamiento externo neto por Q707.7 millones (que incluye desembolsos por Q2,074.0 millones y amortizaciones por Q1,366.3 millones) y del uso de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala por Q2,416.6 millones.

**GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS 2003 - 2004
-Millones de quetzales-**

CONCEPTO	2003 e/	Escenario 3	Escenario 4
		2004 a/	2004 a/
I. INGRESOS Y DONACIONES	21,995.8	21,995.8	21,995.8
A. Ingresos (1 + 2)	21,684.0	21,684.0	21,684.0
1. Ingresos Corrientes	21,684.0	21,684.0	21,684.0
a. Tributarios	20,273.4	20,273.4	20,273.4
b. No Tributarios	1,410.6	1,410.6	1,410.6
2. Ingresos de Capital	0.0	0.0	0.0
B. Donaciones	311.8	311.8	311.8
II. TOTAL DE GASTOS	25,120.1	25,120.1	25,120.1
A. Funcionamiento	17,878.1	17,878.1	17,878.1
B. Capital	7,242.0	7,242.0	7,242.0
III. SUPERAVIT O DEFICIT FISCAL	-3,124.3	-3,124.3	-3,124.3
IV. FINANCIAMIENTO NETO	3,124.3	3,124.3	3,124.3
A. Interno	2,536.3	4,516.6	0.0
B. Externo	2,488.0	707.7	707.7
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,900.0	-2,100.0	2,416.6

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimación de cierre

a/ Ejecución

Carga Tributaria	10.3	9.5	9.5
Déficit Fiscal / PIB	1.6	1.5	1.5

4. Del sector monetario

Las proyecciones del programa monetario para 2004 guardan consistencia con la meta de inflación prevista (4%-6%) y con el crecimiento del producto interno bruto, que se estima en 2.6%. Con esa base, la demanda de



emisión para 2004 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 9% respecto a los niveles programados originalmente para 2003.

En esta sección se presentan los cuatro escenarios del programa monetario para 2004 que corresponden a los escenarios fiscales descritos en el apartado anterior.

a) Escenarios monetarios con base en el presupuesto del Gobierno Central

Los primeros dos escenarios corresponden, en su componente fiscal, a los escenarios presupuestarios 1 y 2 presentados en el apartado anterior relativo a las perspectivas del sector fiscal.

Al considerar las perspectivas del sector externo, la demanda estimada de emisión monetaria y el comportamiento de los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala compatibles, como se indicó, con la meta de inflación y el crecimiento previsto del producto interno bruto, se esperaría que para 2004, en ambos escenarios se genere una desmonetización de origen externo por Q2,203.0 millones, equivalente a una disminución del nivel de las reservas monetarias internacionales netas -RIN- por US\$275.0 millones. Cabe indicar que la reducción de las RIN se explicaría, principalmente, por la demanda ordinaria de divisas tanto para el pago programado del servicio de deuda pública externa, como para el pago de la deuda pública bonificada con residentes y no residentes.

Tomando en cuenta el comportamiento indicado de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala aumenten, en el primer escenario en Q12,489.0 millones y, en el segundo, en Q18,020.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el uso de los depósitos del Gobierno Central constituiría el principal factor de monetización, el cual, para el primer escenario sería de Q1,029.0 millones, mientras que para el segundo escenario ascendería a Q6,439.0 millones.

Otro factor de monetización, en ambos escenarios, sería el nivel de los depósitos que las instituciones públicas tienen en el Banco Central, el cual disminuiría en alrededor de Q430.0 millones.

Por su parte, para 2004 el costo de la política monetaria también sería un factor monetizante, pues se estima que para el primer escenario éste sería de Q1,019.0 millones, mientras que para el segundo escenario alcanzaría Q1,140.0 millones, como resultado, en ambos casos, de los esfuerzos de neutralización de liquidez primaria mediante operaciones de mercado abierto. Cabe indicar que en ambos casos, un elemento que estaría incidiendo en el costo de la política monetaria sería el menor rendimiento proveniente de la inversión de las RIN, asociado a que, como se indicó, se estima una reducción de las mismas en US\$275.0 millones.



Dentro de los AIN, la posición de los bancos del sistema con el Banco de Guatemala sería desmonetizante pues la misma, en ambos escenarios, aumentaría en aproximadamente Q190.0 millones, comportamiento asociado a la evolución prevista de las captaciones bancarias.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, el factor de ajuste de los AIN serían las operaciones de mercado abierto -OMAs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, en el primer escenario, el Banco de Guatemala debería neutralizar liquidez primaria durante 2004 por Q220.0 millones, mientras que en el segundo escenario sería necesario realizar un esfuerzo importante de contracción de liquidez primaria por Q5,751.0 millones.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2004
En millones de Q.

Concepto	ESCENARIO 1					ESCENARIO 2				
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES										
Ingresos	5246	5903	5254	5892	22296	5246	5903	5254	5892	22296
Egresos	5382	6427	8079	9556	29443	5382	6427	8079	9556	29443
Corrientes	4259	4217	5157	5051	18684	4259	4217	5157	5051	18684
Capital	1123	2210	2922	4505	10759	1123	2210	2922	4505	10759
Déficit (% del PIB)	135	523	2825	3664	7147 3.3	135	523	2825	3664	7147 3.3
Financiamiento Externo NETO	182	385	194	-52	708	182	385	194	-52	708
Financiamiento Interno NETO	339	737	2201	2133	5410	0	0	0	0	0
Variación de Caja	-385	-599	430	1583	1029	-46	138	2631	3716	6439
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)										
I. Reservas Internacionales Netas	-553	-400	-482	-769	-2203	-553	-400	-482	-769	-2203
RIN US\$	-69	-50	-60	-96	-275	-69	-50	-60	-96	-275
II. Activos Internos Netos	2645	2707	4325	2812	12489	2987	3453	6562	5018	18020
1. Gobierno Central	-385	-599	430	1583	1029	-46	138	2631	3716	6439
2. Resto del Sector público	30	38	179	180	427	30	38	179	180	427
3. Posición con bancos	276	-243	-91	-130	-188	276	-243	-91	-130	-188
Crédito a bancos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	276	-243	-91	-130	-188	276	-243	-91	-130	-188
4. Otros Activos Netos	271	348	477	268	1364	274	357	513	341	1485
Gastos y productos	190	257	400	172	1019	193	266	436	245	1140
Otros	81	91	77	96	345	81	91	77	96	345
5. Vencimientos de OMAs	2453	3163	3330	910	9856	2453	3163	3330	910	9856
III. CREACION DE LIQUIDEZ	2092	2307	3844	2043	10285	2434	3053	6081	4249	15816
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-1384	-177	-167	1937	209	-1384	-177	-167	1937	209
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-3476	-2484	-4011	-106	-10076	-3818	-3230	-6248	-2312	-15607
D. RECOLOCACION DE OMAs	2453	3163	3330	910	9856	2453	3163	3330	910	9856
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-1023	679	-681	805	-220	-1365	-67	-2918	-1401	-5751

Al considerar el primero y segundo escenarios, y al analizar los factores de contracción y expansión de liquidez primaria en forma trimestral, para el primer trimestre de 2004 se espera una disminución de RIN de US\$69.0



millones, por lo que, a fin de mantener la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala neutralice liquidez mediante operaciones de mercado abierto, para el primer escenario por un monto de Q1,023.0 millones, en tanto que para el segundo escenario por un monto de Q1,365.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaría que continúe la contracción de liquidez de origen externo, derivado de una pérdida de RIN por US\$50.0 millones, en ambos escenarios. Debido a ello, se esperaría que el Banco de Guatemala inyecte liquidez primaria por Q679.0 millones para el caso del primer escenario, mientras que para el segundo escenario deberá neutralizar liquidez primaria por Q67.0 millones.

En el tercer trimestre, se espera un uso intensivo de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, especialmente para el segundo escenario, lo que implicaría que en ese escenario se esterilice liquidez primaria mediante operaciones de mercado abierto por un monto de Q2,918.0 millones, mientras que para el primer escenario se tendría que esterilizar liquidez primaria, mediante operaciones de mercado abierto, únicamente por Q681.0 millones.

En el cuarto trimestre, como resultado, por una parte, de una contracción prevista de liquidez de origen externo, equivalente a una disminución del nivel de las RIN de US\$96.0 millones y, por otra, del crecimiento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesario una inyección de liquidez por Q805.0 millones para el caso del primer escenario, mientras que para el segundo escenario, debido al uso intensivo de caja por parte del Gobierno Central, se tendrían que esterilizar Q1,401.0 millones.

b) Escenarios monetarios con base en la ejecución del presupuesto

El tercero y cuarto escenarios son consistentes con la ejecución presupuestaria del Acuerdo *Stand By* de 2003 suscrito con el Fondo Monetario Internacional; ambos corresponden a los escenarios presupuestarios 3 y 4 presentados en el apartado anterior relativo a las perspectivas del sector fiscal.

Al considerar las perspectivas del sector externo, la demanda estimada de emisión monetaria y el comportamiento de los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala compatibles, como se indicó, con la meta de inflación y el crecimiento previsto del producto interno bruto, se esperaría que para 2004, en ambos escenarios se genere una desmonetización de origen externo por Q2,203.0 millones, equivalente a una disminución del nivel de las reservas monetarias internacionales netas -RIN- por US\$275.0 millones. Cabe indicar que la reducción de las RIN se explicaría, principalmente, por la demanda ordinaria de divisas tanto para el pago programado del servicio de deuda pública externa, como para el pago de la deuda pública bonificada con residentes y no residentes.



Tomando en cuenta el comportamiento indicado de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos -AIN- del Banco de Guatemala aumenten, en el tercer escenario en Q9,317.0 millones y en el cuarto escenario en Q13,927.0 millones. Dentro de los AIN del Banco de Guatemala se estima que el aumento de los depósitos del Gobierno Central constituiría el principal factor de desmonetización para el tercer escenario (Q2,100.0 millones), mientras que para el cuarto escenario el uso de depósitos del Gobierno Central constituiría el principal factor de monetización por Q2,416.0 millones.

Un factor de monetización, en ambos escenarios, sería el nivel de los depósitos que las instituciones públicas tienen en el Banco Central, el cual disminuiría en alrededor de Q430.0 millones.

Otro factor de monetización para 2004 lo constituiría el costo de la política monetaria, el cual se estima que para el tercer escenario sería de Q977.0 millones, mientras que para el cuarto escenario dicho costo alcanzaría Q1,071.0 millones, como resultado, en ambos casos, de los esfuerzos de neutralización de liquidez mediante operaciones de mercado abierto. Cabe indicar que en ambos casos, un elemento que estaría incidiendo en el costo de la política monetaria sería el menor rendimiento proveniente de la inversión de las RIN, asociado a que, como se indicó, se estima una reducción de las mismas en US\$275.0 millones.

Dentro de los AIN, la posición de los bancos del sistema con el Banco de Guatemala sería desmonetizante pues la misma, en ambos escenarios, aumentaría en aproximadamente Q190.0 millones, comportamiento asociado a la evolución prevista de las captaciones bancarias.

Consistente con los lineamientos de la política monetaria y con el diseño del programa monetario, el factor de ajuste de los AIN serían las operaciones de mercado abierto -OMAs-. En este sentido, y considerando el comportamiento de los factores monetizantes, en el tercer escenario, el Banco de Guatemala debería inyectar liquidez durante 2004 por Q2,951.0 millones, mientras que en el cuarto escenario sería necesario realizar un esfuerzo de contracción de liquidez por Q1,659.0 millones.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2004
En millones de Q.

Concepto	ESCENARIO 3					ESCENARIO 4				
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES										
Ingresos	5189	5839	5171	5797	21996	5189	5839	5171	5797	21996
Egresos	5176	6045	6887	7012	25120	5176	6045	6887	7012	25120
Corrientes	4075	4035	4956	4812	17878	4075	4035	4956	4812	17878
Capital	1101	2010	1931	2200	7242	1101	2010	1931	2200	7242
Déficit (% del PIB)	-13	206	1716	1215	3124 1.5	-13	206	1716	1215	3124 1.5
Financiamiento Externo NETO	182	385	194	-52	708	182	385	194	-52	708
Financiamiento Interno NETO	122	719	1555	2120	4516	0	0	0	0	0
Variación de Caja	-317	-898	-32	-853	-2100	-195	-179	1523	1267	2416
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)										
I. Reservas Internacionales Netas	-553	-400	-482	-769	-2203	-553	-400	-482	-769	-2203
RIN US\$	-69	-50	-60	-96	-275	-69	-50	-60	-96	-275
II. Activos Internos Netos	2716	2402	3855	344	9317	2838	3130	5436	2524	13927
1. Gobierno Central	-317	-898	-32	-853	-2100	-195	-179	1523	1267	2416
2. Resto del Sector público	30	38	179	180	427	30	38	179	180	427
3. Posición con bancos	276	-243	-91	-130	-188	276	-243	-91	-130	-188
Crédito a bancos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	276	-243	-91	-130	-188	276	-243	-91	-130	-188
4. Otros Activos Netos	274	342	469	237	1322	273	351	495	297	1416
Gastos y productos	193	251	392	141	977	192	260	418	201	1071
Otros	81	91	77	96	345	81	91	77	96	345
5. Vencimientos de OMAs	2453	3163	3330	910	9856	2453	3163	3330	910	9856
III. CREACION DE LIQUIDEZ	2164	2002	3373	-425	7114	2285	2730	4954	1756	11724
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-1384	-177	-167	1937	209	-1384	-177	-167	1937	209
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-3548	-2179	-3540	2362	-6905	-3669	-2907	-5121	182	-11515
D. RECOLOCACION DE OMAs	2453	3163	3330	910	9856	2453	3163	3330	910	9856
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-1094	984	-211	3272	2951	-1215	256	-1791	1092	-1659

Al considerar el tercero y cuarto escenarios descritos y al analizar los factores de contracción y expansión de liquidez primaria en forma trimestral, para el periodo enero-marzo 2004 se espera una disminución de RIN de US\$69.0 millones, por lo que, a fin de mantener la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala neutralice liquidez mediante operaciones de mercado abierto que, para el tercer escenario ascenderían a Q1,094.0 millones, en tanto que para el cuarto escenario a Q1,215.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaría que continúe la contracción de liquidez de origen externo, derivado de una pérdida de RIN por US\$50.0 millones, en ambos escenarios. Debido a ello, se esperaría que el Banco de Guatemala inyecte liquidez primaria por Q984.0 millones para el caso del tercer escenario, mientras que para el cuarto escenario sería por Q256.0 millones.

En el tercer trimestre, se espera un uso intensivo de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala para el cuarto escenario, lo que implicaría que en ese escenario se esterilice liquidez primaria mediante



operaciones de mercado abierto por un monto de Q1,791.0 millones, mientras que para el tercer escenario se tendría que neutralizar liquidez primaria por Q211.0 millones.

En el cuarto trimestre, como resultado, por una parte, de una contracción prevista de liquidez de origen externo equivalente a una disminución del nivel de las RIN de US\$96.0 millones y, por otra, del crecimiento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesario una inyección de liquidez primaria por Q3,272.0 millones para el caso del tercer escenario, mientras que para el cuarto escenario sería necesario una inyección de liquidez primaria por Q1,092.0 millones.

Finalmente, cabe enfatizar que, si bien la ejecución de la política fiscal para 2004 será definida por la nueva administración pública, es preciso que la autoridad monetaria envíe un mensaje a los agentes económicos en términos de certeza en cuanto a su compromiso de velar por la estabilidad en el nivel general de precios, aspecto que permitiría, por un lado, fortalecer la credibilidad del Banco Central y la eficiencia con que se implementa la política monetaria y, por el otro, contribuir a crear las condiciones monetarias que faciliten las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos. Para el efecto, es recomendable que se dé seguimiento a un programa monetario que sea consistente con los esfuerzos de estabilidad macroeconómica realizados en los últimos dos años en el marco de los Acuerdos *Stand-By* suscritos con el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, el programa monetario que se escoja para darle seguimiento también debe tomar en cuenta la dificultad que durante los primeros meses del próximo año existirá en torno a la determinación de las fuentes de financiamiento del déficit fiscal. Por tal razón, resulta procedente que, en tanto se definen las referidas fuentes de financiamiento, y consistente con los esfuerzos de consolidación de la estabilidad macroeconómica, se dé seguimiento al programa monetario definido en este apartado como "Escenario 4".

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

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL

El objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004, establecido de conformidad con la ley, es el de contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual se propiciarán las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

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



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

B. META DE POLÍTICA

En lo referente a la meta de inflación para 2004, se proyecta que la misma se ubique dentro de un rango de 4% y 6%. Este rango de inflación permitiría que el aumento proyectado de la emisión monetaria sea consistente con el crecimiento esperado de la producción, lo que coadyuvará a evitar cualquier exceso de monetización inorgánica que derive en desviaciones sustanciales de la meta trazada.

La elección eficiente de una meta realista de inflación pretende, entre otros aspectos, que la gestión monetaria se torne en un factor coadyuvante del buen desempeño de la economía, ya que si se eligiese como meta una tasa de inflación significativamente menor al rango previsto, el cual es consistente con el ritmo inflacionario que se espera a fin de 2004, podría generarse una insuficiencia de liquidez en la economía que impediría que la oferta monetaria fuera compatible con el crecimiento económico esperado, con el consiguiente efecto inhibitor en dicho crecimiento y en la generación de empleo. Por otra parte, una mayor tasa de inflación podría ser contraproducente no sólo por la pérdida de credibilidad que sufriría la política monetaria y por las severas distorsiones inherentes a las tasas de inflación elevadas, sino también porque podría propiciar una apreciación del tipo de cambio real, lo que iría en detrimento de la competitividad de las exportaciones nacionales en los mercados internacionales.

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

C. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

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

A continuación se presentan las variables indicativas a las que se propone dar seguimiento en 2004.

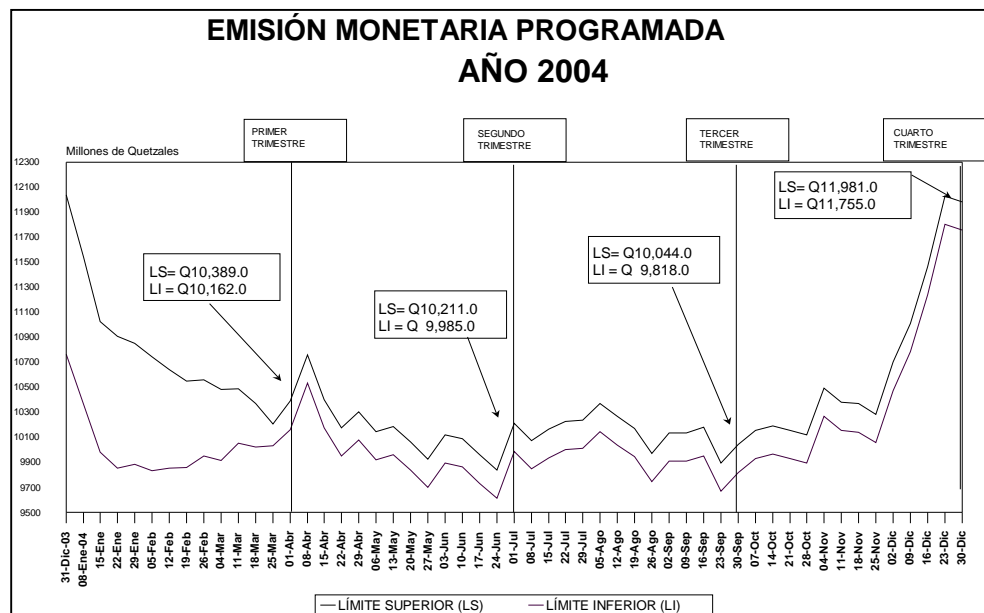


1. Emisión monetaria

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

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

Al efectuar la estimación de la demanda de emisión monetaria para 2004, un aspecto relevante que se consideró es el hecho de que en el segundo semestre de 2003, principalmente, ésta variable observó importantes desvíos respecto del límite superior del corredor programado. En ese contexto, cabe indicar que el efecto rezagado de dicho comportamiento podría complicar el cumplimiento de la meta de inflación para 2004. En este sentido, es necesario que el citado desvío de la emisión monetaria sea corregido de manera gradual, preferentemente en el primer trimestre de 2004, razón por la cual, en la siguiente gráfica se presenta un corredor ligeramente más amplio para el referido trimestre respecto del de los trimestres subsiguientes. Dicho corredor permitiría dar seguimiento a la absorción gradual del exceso de emisión monetaria y serviría de base para compatibilizar el comportamiento estimado de la emisión monetaria con la meta de inflación planteada y con el crecimiento proyectado del producto interno bruto.





2. Inflación esperada

a) Inflación subyacente

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada variabilidad (mayormente estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria. Cabe indicar que a la fecha se ha utilizado la inflación subyacente observada como variable indicativa; sin embargo, dado que lo relevante es que la inflación subyacente se ubique a fin de año dentro del rango de inflación meta previsto (medida por el IPC total) se propone que en 2004 se utilice, adicionalmente, la inflación subyacente esperada como variable de seguimiento. En ese contexto, se propone monitorear la inflación subyacente esperada, con base en un modelo ARIMA⁴⁷ que contiene información estadística mensual de la inflación subyacente desde enero de 1994 hasta noviembre de 2003.

b) Expectativas de inflación del sector privado

Dentro de los proyectos aprobados por Junta Monetaria para 2003 se encuentra el de la medición de las expectativas de inflación. La aprobación de dicho proyecto se sustentó en la importancia que la referida variable tiene en el comportamiento del nivel general de precios. En efecto, las expectativas de inflación se definen como la creencia pública acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que, para un cierto período, se formen los agentes económicos pueden, en algunas circunstancias, influir en forma sustancial (e independiente del comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en este período. En efecto, puede ocurrir que, para un comportamiento dado de los fundamentos de la economía, el hecho de que las expectativas de inflación sean altas cause una disminución de la demanda real de dinero; tal disminución, por su parte, generaría un aumento en el nivel general de precios (y, por ende, una mayor tasa de inflación), para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Si, por el contrario, las expectativas de inflación fueran bajas, ello causaría un aumento de la demanda real de dinero que generaría una menor tasa de inflación, también para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Cabe indicar que sus efectos se manifiestan no sólo en el nivel de precios futuro sino que también en las tasas de interés y el tipo de cambio. En efecto, altas expectativas inflacionarias generan expectativas de depreciación de la moneda local como consecuencia de que los agentes económicos prevén que el precio relativo de los bienes domésticos se encarece y la demanda por bienes importados aumenta. Por su parte, altas expectativas inflacionarias también

⁴⁷ Modelo de series de tiempo autoregresivo, integrado y de promedios móviles.



producen mayores tasas de interés debido a que los agentes económicos demandarán una mayor compensación por mantener sus activos en moneda local.

En el contexto descrito, el Banco Central trabajó, con asesoría de técnicos del Banco de México, en la elaboración y diseño de una encuesta dirigida a expertos nacionales e internacionales conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permitirá medir la impresión de dichos expertos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala. El proyecto incluyó una fase piloto realizada en octubre y noviembre del presente año, por lo que está listo para implementarse a partir del presente mes.

En tal sentido para 2004 se propone incluir, como variable indicativa, el pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación del sector privado. Su seguimiento permitirá, por una parte, tener una medición de las expectativas inflacionarias del sector privado y, por otra, contar en el futuro cercano con una nueva variable indicativa que sirva de guía en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación.

3. Medios de pago

Los medios de pago -M2- miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma que sea consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero.

En virtud de lo anterior, se tiene que para 2004 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) podrían crecer entre 9% y 11%, en términos interanuales.



Recuadro 4

CONSIDERACIONES SOBRE LAS OPERACIONES DE LAS ENTIDADES *OFF SHORE* EN LA POLÍTICA MONETARIA Y EN LOS AGREGADOS MONETARIOS.

A tenor de lo establecido para el efecto en la Ley de Bancos y Grupos Financieros, durante 2003 la Junta Monetaria ya otorgó autorización de funcionamiento a las once entidades fuera de plaza o entidades *off shore* que lo solicitaron¹. Sobre el particular, resulta importante considerar los posibles efectos que el funcionamiento de las referidas entidades pudieran tener en la efectividad de la política monetaria y en la medición de los medios de pago y del crédito al sector privado.

Con relación a los posibles efectos sobre la política monetaria, cabe indicar, en primer término, que las entidades cuyo funcionamiento ha venido autorizando la Junta Monetaria ya venían operando previo a su regulación en la Ley de Bancos y Grupos Financieros, por lo que, en principio, no debería esperarse ningún efecto que por esta vía se pudiera presentar en la implementación de la política monetaria; y, en segundo término, y desde el punto de vista conceptual, que por su propia naturaleza dichas entidades se limitan exclusivamente a realizar operaciones, activas y pasivas, en moneda extranjera, por lo que al ejercer la política monetaria influencia únicamente sobre la corriente financiera en moneda nacional, es pertinente señalar que al formar parte del sistema regulado las referidas entidades, no se generaría una pérdida de efectividad de la política monetaria.

Por otra parte, en lo relativo al efecto esperado sobre los agregados monetarios, cabe indicar que el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional -FMI- considera que la cobertura de estadísticas monetarias sobre sociedades de depósito debe incluir a los bancos extraterritoriales (*off shore*) cuando éstos realizan intermediación con residentes. Para ello, cuando se cuente con información de balance con periodicidad mensual y sectorización de la cartera de créditos, captaciones a la vista y captaciones a plazo de la banca *off shore*, se coordinará con la Superintendencia de Bancos para su integración en las cuentas monetarias. En este sentido, la información obtenida será registrada en el agregado M3.

¹ Con base en información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, el total de activos de las entidades *off shore* representa alrededor de un 28% del total de activos del sistema bancario.

4. Crédito bancario al sector privado

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

Al igual que en el caso de los medios de pago, se plantea estimar una tasa de crecimiento total del crédito al sector privado, incluyendo moneda nacional y moneda extranjera, de tal forma que el crédito total al sector privado guarde congruencia con la meta de inflación prevista por la autoridad monetaria. De esa forma, se esperaría un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado de entre 11.5% y 13.5% en términos interanuales.

5. Tasas de interés

Para 2004, con el fin de buscar la estabilidad en el mercado de dinero y evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se continuará dando seguimiento



a la tasa parámetro (Tasa Taylor ajustada), así como a las tasas de interés de paridad, las cuales se comentan a continuación.

a) Tasa parámetro

La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala, se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado "Tasa Parámetro"⁴⁸.

b) Tasa de paridad

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

Como se indicó en la primera parte de este documento, el cálculo de la tasa de interés de paridad está compuesto de tres elementos: a) una tasa de interés externa comparable; b) una prima por riesgo país; y, c) una prima por riesgo cambiario. En relación con la prima por riesgo país, actualmente ésta se estima calculando la diferencia entre la tasa de rendimiento de la colocación de Eurobonos efectuada en 2001 y la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América, ambos a un mismo plazo. Al respecto, cuando se inició el cálculo de la tasa de paridad mediante la estimación de los referidos tres elementos, el país únicamente había realizado dos colocaciones de bonos en el exterior, una en 1997 y otra en 2001, pero únicamente se disponía de información oportuna y periódica para la emisión de 2001. Por tal razón, se utilizó la tasa de rendimiento de esta última colocación para estimar el riesgo país. En agosto de 2003, se realizó una nueva colocación de bonos en el exterior y se empezó a obtener información respecto a su tasa de rendimiento; además, a la fecha ya se dispone de información periódica para la emisión de bonos de 1997.

⁴⁸ En forma algebraica la tasa parámetro se define de la siguiente manera: $ip = [\pi + (i_p - \pi^e)] + \{1/3 [VTC + (\pi^e - \pi^i)] + [1/3 (IMAE - Y^e) + [1/3(\pi - \pi^e)]]\}$; en donde π = al ritmo inflacionario; i_p = tasa de interés pasiva promedio ponderado; π^e = inflación esperada según meta de política; VTC = depreciación interanual del tipo de cambio; π^i = Inflación internacional; IMAE = ritmo de crecimiento de la actividad económica; Y^e = Crecimiento esperado del PIB.



Por lo anterior, se considera conveniente que, para 2004, la estimación del comportamiento relativo al riesgo país de las tasas de interés de paridad se efectúe mediante la ponderación de las referidas tres colocaciones, tomando como ponderador al monto colocado en cada una de ellas.

6. Tipo de Cambio

a) Tipo de cambio nominal

Para 2004 se deberá dar seguimiento al comportamiento del tipo de cambio, tomando en consideración la volatilidad del mismo, con el fin de atender el principio de flexibilidad para la participación del Banco Central en el mercado cambiario.

b) Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER)

El ITCER mide la relación entre el tipo de cambio nominal y la inflación doméstica con respecto a la de los principales socios comerciales del país y es una medida aproximada de la dirección de cambio en la competitividad de las exportaciones, por lo que para 2004 se sugiere darle seguimiento al referido indicador como variable indicativa.

c) Índice de condiciones monetarias -ICM-

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

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

El seguimiento de las seis variables comentadas serviría de base para la adopción de decisiones de política monetaria y se enmarcaría dentro del proceso de mejoramiento, tanto del marco analítico como de los aspectos operativos de la política monetaria.



D. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Derivado del proceso de globalización y modernización de los mercados financieros, el mecanismo de transmisión de la política monetaria es cada día más complejo. Es por ello que, con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2004, se considera conveniente explicitar los principios de participación tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

1. Enfoque en el objetivo fundamental

La existencia de un objetivo fundamental en términos de promover la estabilidad en el nivel general de precios, permite al Banco de Guatemala concentrar sus esfuerzos en la consecución de esa meta, que es la mejor contribución que puede ofrecer para la creación y el mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. Es por ello que todas las funciones y atribuciones del banco central deben realizarse privilegiando la estabilidad en el nivel general de precios; es decir, cualquier acción de política que se emprenda buscando otros objetivos secundarios, debe realizarse sin menoscabo de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria.

2. Estabilidad en las tasas de interés de corto plazo

El Banco de Guatemala debe participar, cuando sea necesario, en el mercado de dinero por medio de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD-, de las bolsas de valores, de licitaciones y de forma directa, a fin de que las condiciones de liquidez en el mercado de dinero propicien la estabilidad en la tasa de interés de ese mercado. Como el principal indicador de participación se utilizará la Tasa Parámetro, calculada mediante una "Regla de Taylor". Para el seguimiento de la Tasa Parámetro se establecerá un corredor acotado por un límite de +/- una desviación estándar en torno al punto central de dicha tasa.

Para efectos de inyectar liquidez, el Banco de Guatemala considerará participar en el mercado mediante operaciones de reporto (preferentemente a menos de un mes plazo) cuando la tasa de interés en la mesa interbancaria o en el mercado de reportos rebase el límite superior acotado de la tasa parámetro. Para la determinación de la tasa de interés de dichas operaciones se utilizará como referencia el límite superior señalado.

Para efectos de retirar liquidez del mercado, el Banco de Guatemala considerará colocar títulos o certificados (preferentemente a menos de un mes plazo) cuando la tasa en la mesa interbancaria o en el mercado de reportos caiga por debajo del límite inferior acotado de la tasa parámetro. Para la determinación de la tasa de interés de dichas colocaciones se utilizará como referencia el límite inferior señalado.



3. Adecuación de la oferta de dinero primario

El seguimiento de la cantidad de dinero es un mecanismo importante para asegurar al mercado que el Banco de Guatemala evitará la fuente más elemental de inflación: el exceso de emisión primaria, ya que si ello ocurriera el público elevaría rápidamente sus expectativas inflacionarias lo que, a su vez, resultaría en depreciación cambiaria, alzas en las tasas de interés y ajustes en el nivel general de precios de los bienes y servicios.

Este elemento es un complemento necesario al indicado en el apartado anterior, referente a estabilizar las tasas de interés de corto plazo. Ello es así porque si se aplicara únicamente una regla basada en la tasa de interés de corto plazo, bajo ciertas circunstancias, podría implicar que el Banco de Guatemala acomodara pasivamente cualquier demanda de liquidez, lo cual podría generar problemas en el manejo de la política monetaria. En particular, el banco central podría eventualmente estar satisfaciendo una demanda de dinero derivada de mayores expectativas inflacionarias.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala deberá dar seguimiento a la trayectoria observada de la emisión, comparándola con el corredor programado (el cual es consistente con la meta de inflación). En este proceso habrá de tomar en cuenta que existen factores que dificultan la estimación de la emisión, como por ejemplo: (a) la relación entre inflación y emisión, incluyendo sus rezagos, puede cambiar en el tiempo e incluso, podría ser mínima si un aumento de la emisión es explicado como un fenómeno de demanda, y no de oferta; (b) los supuestos básicos de la estimación pueden no materializarse; y, (c) la relación entre la emisión y las variables que explican su comportamiento puede cambiar en el tiempo. Es por ello que el Banco de Guatemala debe auxiliarse también de las otras variables indicativas que puedan proporcionar mayor información sobre la evolución presente y futura de la inflación.

No obstante lo anterior, y dada su precisión en el pasado, la utilidad de darle un seguimiento cercano a la emisión radica en el hecho de que puede constituirse en una señal de alerta en caso de que se produzcan desviaciones respecto al programa monetario. El Banco de Guatemala evaluará dichas desviaciones y cuando éstas impliquen un riesgo inflacionario adoptará una posición restrictiva. Dicha posición se materializará mediante la colocación de títulos o certificados (previsiblemente a plazos mayores de un mes) por medio de licitaciones por montos predeterminados, de manera que las tasas de interés correspondientes sean determinadas por los agentes económicos.

Cabe indicar que el banco central ajusta su emisión a la demanda de dinero estimada mediante variaciones en sus AIN o en sus RIN. De esas dos variables, el banco central tiene un control relativamente más directo sobre los AIN, a través de la realización de operaciones de mercado abierto. En tal virtud, a lo largo de 2004 el programa monetario prevé un manejo de las operaciones de



mercado abierto en función de los vencimientos de las mismas, así como de la estacionalidad que históricamente ha caracterizado a la demanda de emisión monetaria.

4. Flexibilidad cambiaria

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

No obstante lo anterior, existen razones que justifican la participación esporádica del banco central en el mercado cambiario. En primer lugar, en una economía abierta, el tipo de cambio afecta el precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual afecta a su vez la demanda doméstica y externa de bienes producidos localmente y, por lo tanto, afectará la demanda agregada y la inflación. En segundo lugar, existe también un canal directo por el cual el tipo de cambio afecta el precio en moneda local de los bienes importados, lo cual se refleja en el IPC. En tercer lugar, como agente del Estado, el banco central debe adquirir y proveer de divisas de y al gobierno para la atención de sus obligaciones.

En tal sentido, el Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario con el propósito de adquirir las divisas que requieran el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, a fin de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.

Asimismo, a fin de reducir la volatilidad en el mercado, el Banco de Guatemala continuará actuando en un esquema de flexibilidad. Para el efecto, su participación estaría delimitada por la tendencia del mercado, explicitada a través del tipo de cambio de referencia del mercado bancario, así como por la tendencia y estacionalidad del tipo de cambio. Es decir, al considerar participar en el mercado cambiario, el banco central deberá tomar en consideración los factores estacionales y la tendencia del tipo de cambio que, en ausencia de factores especulativos o choques externos, debería seguir una trayectoria de mercado.



E. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Operaciones de mercado abierto

La estabilización de las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés, tipo de cambio) que se logró a partir de 2000 y que se consolidó en 2002 y 2003, en el marco de los acuerdos *Stand-By* suscritos con el Fondo Monetario Internacional -FMI-, se explica por el apoyo de la política fiscal a la monetaria y por la aplicación de una política monetaria que, con la elección de un ancla nominal (meta de inflación) en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, se sustentó, fundamentalmente, en la aplicación de medidas ortodoxas basada en la realización de OMAs. Dichas operaciones han demostrado ser un instrumento flexible que ha permitido al Banco Central contraer y expandir la cantidad de dinero primario con rapidez, de acuerdo a los lineamientos de ejecución de la política.

En ese sentido, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2004 las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de oferta monetaria, ya que es el instrumento que menores distorsiones introduce en la economía, permitiendo cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Al analizar retrospectivamente los vencimientos de las operaciones de mercado abierto y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta primaria generada por los primeros ha sido consistentemente mayor a la demanda de dinero, lo que ha propiciado que constantemente el Banco Central esté neutralizando esos excedentes, de naturaleza estructural. Esta situación permite considerar que el Banco Central, si los espacios monetarios lo permiten, realice operaciones de mercado abierto a plazos mayores de un año.

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

En tal sentido, en 2004 el Banco Central realizará OMAs de naturaleza estructural y OMAs de naturaleza coyuntural, dependiendo de las necesidades del programa monetario y de la preferencia de los agentes económicos.

Por último, cabe indicar que al efectuarse el traslado de los Bonos por Q905.0 millones, a tenor de lo previsto en el inciso b) del artículo 9 de la ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Estado debe cubrir el costo de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia correspondiente a 2002, se podrán realizar



OMAs por un monto menor al previsto y, consecuentemente, el costo de la política también será menor.

2. Encaje bancario

Si bien el encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos años éste no se ha utilizado para tal fin, sino más bien para efectos de resguardo de liquidez. En este sentido, dado que, por una parte, es necesario que se continúe fortaleciendo la confianza en el sistema financiero y, por la otra, las entidades bancarias mantienen excedentes importantes de encaje bancario, sería recomendable continuar con una tasa de encaje de 14.6%. Adicionalmente, del análisis del programa monetario 2004 se pone de manifiesto que no existiría espacio monetario suficiente para adoptar una reducción de dicha tasa.

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

1. Coordinación con la política fiscal

a) Aspectos generales

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

Cabe indicar que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria es fundamental para el adecuado desenvolvimiento de la economía de un país, por tres razones: i) los objetivos de corto plazo de ambas políticas pueden ser incompatibles en el sentido que el resultado de su interacción tenga consecuencias indeseables para la economía; ii) la acción de la política fiscal repercute en el cumplimiento del objetivo central de la política monetaria (tasa de inflación); y iii) las acciones de la política monetaria tienen consecuencias a su vez, sobre los instrumentos de la política fiscal.

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



b) La coordinación entre las políticas fiscal y monetaria previa a la vigencia de los Acuerdos *Stand-By*

Previo a la suscripción del Acuerdo *Stand-By* 2002 con el Fondo Monetario Internacional, no existía sistematización o un esquema institucional de reuniones técnicas entre el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicas, por lo que cada institución solicitaba a la otra, mediante un procedimiento formal, la información que requería. Ello era así, porque los mecanismos que permitían operativizar las acciones de política fiscal no generaban compromisos mutuos de apoyo por parte de ambas políticas.

En ese entorno, en varias oportunidades la autoridad monetaria se pronunció a través de los documentos de política monetaria, indicando la importancia que el apoyo de la política fiscal representa para el logro del objetivo de estabilidad de precios, principalmente, en lo relativo a la ejecución del presupuesto del gobierno central que, a su vez, conlleva al uso de los depósitos que dicho ente mantiene en el Banco Central, variable que constituye uno de los principales factores que determinan la creación primaria de dinero.

c) La coordinación entre las políticas fiscal y monetaria en Guatemala, después de los Acuerdos *Stand-By*

La suscripción por parte de Guatemala de los dos Acuerdos *Stand-By* fue determinante para el fortalecimiento de la comunicación institucional en las áreas fiscal y monetaria. En efecto, para cumplir los compromisos adquiridos con el Fondo Monetario Internacional, las autoridades monetaria y fiscal acordaron formar un grupo de trabajo, integrado por funcionarios del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala, los que a la fecha se han encargado de darle seguimiento periódico a las operaciones realizadas por dichas instituciones, velando por que las mismas sean acordes a un programa monetario consistente y coherente, en el marco del programa económico del país.

La coordinación lograda a través del referido grupo de trabajo se fortaleció con un canje de notas entre el Presidente del Banco de Guatemala y el Ministro de Finanzas Públicas, realizado el 9 de septiembre de 2003. En dichas notas, ambos funcionarios destacaron la importancia de formalizar las normas de entendimiento, para el funcionamiento de la referida instancia.

Vale la pena mencionar que la conformación de dicho grupo es la siguiente: por parte del Banco de Guatemala participan el Vicepresidente; el Gerente Económico; el Director y Subdirector de Estudios Económicos; el Director de Operaciones de Mercado Abierto; y, el jefe de Programación Financiera del Departamento de Estudios Económicos, mientras que por parte del Ministerio de Finanzas Públicas participan un Viceministro; el Director de Análisis y Estudios Económicos y Fiscales; el Director de Contabilidad del Estado; el Director de Crédito Público; el Director y Subdirector de la Dirección Técnica de Presupuesto;



el Tesorero Nacional; y, el Jefe del Departamento de Negociación y Colocación de Valores de la Dirección de Crédito Público.

Por último, cabe reiterar que la orientación de la política macroeconómica vigente demanda que las instituciones nacionales se coordinen eficazmente; por una parte, para el cumplimiento del objetivo fundamental de la política monetaria; y por la otra, para cumplir con los compromisos que se adquieran como consecuencia de la posible extensión para 2004 del Acuerdo *Stand-By* con el FMI.

En ese contexto, es preciso que las autoridades fiscales y monetarias continúen con el fortalecimiento del grupo de trabajo entre ambas instituciones, a fin de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal potencializar sus acciones.

2. Modernización del sistema de pagos

Con el propósito de procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos, fortalecer la confianza y seguridad del mismo, preservar un sistema financiero sano y favorecer las condiciones para el crecimiento sostenido de la economía nacional, el Banco de Guatemala prevé para 2004, por una parte, implementar los mecanismos electrónicos necesarios para la automatización del proceso de compensación de cheques por medio de la Cámara de Compensación Bancaria y, por otra, realizar la liquidación de las transacciones electrónicas de alto valor del sistema financiero, por medio de un sistema de liquidación bruta en tiempo real.

3. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del banco central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones contenidas en la ley orgánica y con el fin de que el Banco de Guatemala dé a conocer al público en forma comprensible y accesible los objetivos de la política monetaria, así como las acciones tomadas para la ejecución de dicha política, se continúe con la realización de una conferencia de prensa mensual del Presidente del Banco de Guatemala. Para el cumplimiento de lo indicado, se propone la calendarización contenida en el anexo 4.

IV. RECOMENDACIÓN

Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.



Atentamente,

Oscar R. Monterroso S.
Director
Depto. Estudios Económicos

Macrino Blanco Pinto
Director
Depto. Estadísticas Económicas

Juan Carlos Castañeda
Director
Depto. Investigaciones Económicas

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

Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Cambios e Internacional

Gerardo Noel Orozco G.
Asesor III
Asesoría Jurídica

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

Carlos Rafael García
Gerente Financiero

F. Estuardo García A.
Secretario

José Alfredo Blanco Valdés
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 18 de diciembre de 2003.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1

ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

1. Introducción

El consenso actual entre académicos y gestores de la política económica indica que una tasa de inflación baja y estable es importante para promover un crecimiento económico eficiente y sostenido. Además, debido a que la evidencia empírica indica que la inflación es un problema monetario, la disciplina macroeconómica en general y la disciplina monetaria, en particular, constituyen una de las principales responsabilidades de la gestión pública. En ese contexto los Bancos Centrales orientan sus esfuerzos en desarrollar estrategias de política monetaria que permitan un buen desempeño económico.

Cabe indicar que, desde un punto de vista conceptual, el esquema de metas explícitas de inflación constituye el marco teórico de referencia para que la política monetaria alcance en forma eficaz y eficiente la estabilidad del nivel general de precios, ya que dicho esquema se caracteriza por la adopción y anuncio público de metas de inflación para un determinado horizonte, lo que afecta positivamente a las expectativas de los agentes económicos.

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

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

Con esa base, los bancos centrales se apoyan más en variables que proveen información útil sobre la situación de la economía, conocidas como variables de información o variables de indicadores. Es por ello que una variable de información es escogida para pronosticar y planificar, debido a su capacidad de predicción. Sin embargo, cabe indicar que estas variables deben ser usadas con cautela, debido a que no hay garantía de que la información que ellas contienen permanecerá constante en el futuro. Por lo tanto, la mejor opción es combinar el



uso de variables de información con modelos de pronóstico sustentados en métodos econométricos.

3. Discrecionalidad o reglas establecidas

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

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

La rigidez de las reglas mencionadas hizo evidente la necesidad de contar con un esquema de política monetaria que, simultáneamente, pudiese eliminar el posible sesgo inflacionario, afectase positivamente a las expectativas del público y fuese lo suficientemente flexible para responder efectivamente a los shocks mencionados.

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

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

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



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

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

4. La elección del ancla nominal

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

En el caso en que se decida utilizar el tipo de cambio como ancla nominal, la política monetaria se ve muy restringida, lo que limita la capacidad del banco central para reaccionar ante los choques internos o externos.

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

Si bien, luego del derrumbe del sistema de Bretton Woods a mediados de los años setenta, la mayoría de los países en desarrollo adoptaron cierto mecanismo de fijación del tipo de cambio, dos tercios de esos países aplican actualmente mecanismos cambiarios más flexibles. Sin embargo, una serie de países en desarrollo y en transición siguen manteniendo tipos de cambio fijos o casi fijos, y algunas economías que registraron altas tasas de inflación (como Brasil, de 1994 a 1998) fijó con éxito el tipo de cambio a fin de frenar rápidamente la inflación. Pese a ello, con la creciente integración de los mercados de capital mundiales, en los últimos 20 años, y la creciente inestabilidad de las corrientes de



capital desde la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992, especialmente después de las más recientes crisis financieras de Asia y América Latina, las condiciones para mantener un sistema cambiario fijo se han vuelto mucho más complicadas. En efecto, las economías en desarrollo y en transición que siguen manteniendo un tipo de cambio fijo como ancla nominal de la política monetaria son objeto de una creciente presión ya sea en pro de mecanismos más flexibles o bien, al otro extremo del espectro, a favor de los mecanismos de caja de conversión o de dolarización, como los casos recientes de Ecuador y El Salvador.

A su vez, los países industriales, con la notable excepción de los países miembros del SME y sus acuerdos mutuos, han favorecido tradicionalmente mecanismos cambiarios más flexibles en la era post Bretton Woods. En efecto, la mayoría optó por algún tipo de régimen de fijación de metas monetarias explícitas. Sin embargo, la experiencia recogida por los países en la aplicación de metas monetarias explícitas, durante los ochenta, no resultó satisfactoria. A medida que las instituciones financieras creaban sustitutos del dinero, la demanda de dinero se tornó cada vez más inestable, quedando en evidencia que, aunque hay una correlación importante a largo plazo entre el dinero y la inflación, su correlación a corto plazo es muy débil. En consecuencia, a comienzos de los noventa, varios países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (primero, Nueva Zelanda; luego, Canadá, Israel, Reino Unido, Australia, Finlandia, España y Suecia) adoptaron metas de inflación explícitas como estrategia para la conducción de la política monetaria. Asimismo, en el contexto latinoamericano se ha observado que varios países (Chile, Brasil, México y Perú) han adoptado el enfoque de meta explícita de inflación).

5. Aspectos operativos de la estrategia de metas de inflación explícitas

La fijación de metas de inflación explícitas es un esquema de política monetaria que compromete al banco central a estabilizar la tasa de inflación. El proceso habitualmente comienza con un anuncio público del banco central de una meta cuantitativa explícita que se debe alcanzar en un horizonte determinado, por ejemplo, una tasa del 2% anual en un período de dos años. Luego, el banco central, que debe tener libertad para decidir cómo utilizar sus instrumentos monetarios (“independencia instrumental”), tiene la responsabilidad de alcanzar esa meta y debe informar al público en forma periódica sobre su estrategia de política monetaria. Esta obligación de transparencia contribuye a reducir la incertidumbre con respecto al rumbo futuro de la política monetaria y fomenta la credibilidad del banco central y la rendición de cuentas por parte de éste.

En las publicaciones sobre el tema, se define la estrategia de fijación de metas de inflación explícitas como un marco para la conducción de la política monetaria con una discrecionalidad restringida. Por un lado, la adopción de metas explícitas compromete al banco central a mantener cierta coherencia en su política, y, por otro lado, libra a la discreción del banco central la decisión sobre el



uso de los instrumentos de que dispone, lo que le otorga cierta flexibilidad para reaccionar ante conmociones internas y externas imprevistas.

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

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

6. Importancia de la transparencia

La política monetaria es más eficaz si los mercados comprenden los objetivos de la política y los vínculos entre las medidas de política monetaria y esos objetivos. Asimismo, la transparencia transmite a los agentes del mercado la idea de que el banco central es responsable de sus resultados, lo cual, a su vez, podría incidir en la disciplina del diseño y la implementación de la política. En la medida en que el objetivo de la política se anuncie públicamente, también habrá transparencia en el contexto de una estrategia de metas monetarias. Sin embargo, los proponentes del mecanismo de metas inflacionarias explícitas sostienen que es ésta la estrategia que garantiza una máxima transparencia y una comunicación abierta. Resulta más fácil para el público en general comprender el anuncio explícito de metas de inflación que la tasa de crecimiento de un agregado monetario. Asimismo, dado que los costos de la inflación aumentan no sólo en función de su nivel sino también de su variabilidad, las metas de inflación explícitas fundamentan mejor las decisiones de ahorro e inversión, al reducirse la incertidumbre con respecto al rumbo de la inflación, con lo cual se estimula la productividad. Además, la aclaración de las intenciones del banco central podría contribuir a reducir la inestabilidad de los mercados financieros, con el consiguiente efecto beneficioso de una reducción de las primas por riesgo y tipo



de cambio.

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

7. Otros aspectos de la implementación

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

El segundo aspecto es decidir la meta de inflación. La mayoría de los países industriales de baja inflación han optado por metas inflacionarias entre 1% y 3%. En general, se reconoce que tasas de inflación elevadas tienen efectos adversos en el crecimiento y pueden generar también costos en términos de bienestar y eficiencia. Pero tampoco es conveniente una meta inflacionaria cero. En efecto, la presencia de rigideces a la baja en los salarios nominales y los precios requeriría una tasa de inflación positiva para dar margen a las variaciones necesarias de los salarios reales y demás precios relativos de la economía. Una meta de inflación cero tampoco dejaría margen para que, de ser necesario, las tasas de interés reales adquiriesen signo negativo en alguna fase del ciclo económico. En efecto, la reciente experiencia de Japón revela la necesidad de



llegar a tasas de interés reales negativas para estimular la demanda agregada. Ciertamente, una de las ventajas de las estrategias basadas en metas de inflación explícitas es que pueden evitar la deflación compensando el efecto de perturbaciones negativas sistemáticas en la demanda agregada. En tal sentido, este régimen aplica un tratamiento simétrico a la inflación y la deflación: la política monetaria debe ser más restrictiva (expansionista) si la inflación observada se sitúa sistemáticamente por encima (por debajo) de la meta de inflación.

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

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

Un último aspecto es el régimen de tipo de cambio. En algunos países que han adoptado la estrategia de metas de inflación explícitas, especialmente los países en desarrollo, se observa la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, el cual permite un ajuste inmediato del sector externo. Una ventaja de la flotación es que reduce la vulnerabilidad de los países frente a repentinas crisis especulativas. Sin embargo, un problema común, sobre todo para los países con un historial de altas tasas de inflación, es el temor de que la mayor variabilidad del tipo de cambio se transfiera directamente a los precios. Cabe indicar que el tipo de cambio es un canal muy importante del mecanismo de transmisión de la política



monetaria. Las depreciaciones de gran magnitud, por ejemplo, provocadas por perturbaciones de la relación de términos de intercambio o por una afluencia de las corrientes de capital, pueden traducirse rápidamente en un aumento de los precios. La experiencia en lo que respecta al realineamiento de los tipos de cambio efectuado en 1992 en el marco del SME y a las recientes crisis cambiarias de México, Asia y Brasil parecería indicar que las depreciaciones del tipo de cambio tienen menos consecuencias inflacionarias cuando las economías están en recesión.

8. Grado de flexibilidad que ofrece la estrategia de metas de inflación explícitas

Una de las interrogantes que plantea la estrategia de metas de inflación explícitas es si ésta proporciona flexibilidad para implementar la política monetaria o si los bancos centrales adoptan inevitablemente un enfoque “estricto”, conforme al cual el logro de la meta de inflación es el único objetivo de la política monetaria⁴⁹. Un examen de los resultados obtenidos por los pronosticadores de la inflación indica que ni siquiera los bancos centrales más rigurosos han adoptado siempre un enfoque estricto. Esto significa que la estrategia permite siempre la adopción de medidas encaminadas a amortiguar el choque o a lograr objetivos anticíclicos. Es evidente que los bancos centrales no sólo han tratado de reducir al mínimo la brecha entre la inflación efectiva y la meta fijada, así como la variabilidad de la inflación, sino que les ha preocupado la variabilidad de la producción interna en torno al nivel potencial. Sin embargo, la preocupación con respecto a la estabilidad de la producción interna nunca llega a comprometer la viabilidad a mediano plazo de la meta de inflación. En efecto, puesto que los bancos centrales son responsables de las repercusiones a largo plazo que pueda tener toda acción “discrecional” a corto plazo, en este enfoque no suelen acomodarse las perturbaciones de la demanda agregada. Por otro lado, los súbitos aumentos de la inflación atribuibles a perturbaciones de la oferta agregada tienden a eliminarse paulatinamente; la fijación de metas para la tasa de inflación subyacente y la utilización de un intervalo meta de inflación proporcionan la flexibilidad necesaria para evitar costos excesivos en términos de la producción interna.

En el contexto descrito, es importante tener presente que existe una relación inversa entre flexibilidad y credibilidad. Si el régimen es demasiado flexible, los objetivos de política no son creíbles. Si, por lo contrario, el régimen es excesivamente rígido, la variabilidad de la producción interna puede ser mayor que la deseable. En definitiva, se debe actuar con prudencia. Si la credibilidad es sólida desde un principio, esta relación inversa irá perdiendo fuerza, y aumentará la flexibilidad a mediano plazo. En las etapas iniciales es recomendable, sobre todo si el banco central no goza de una plena credibilidad, adoptar una actitud “rigurosa” con respecto a la fijación de metas de inflación. Establecer la

⁴⁹ Véase Svensson, L.E.O., 1999. “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics* 43, págs. 607-654.



credibilidad desde el principio es necesario para acelerar el proceso de desinflación y reducir al mínimo los costos en cuanto a la producción interna y, por consiguiente, al desempleo. La perseverancia de las autoridades en este ámbito envía a los mercados de dinero y cambiario la señal de que el banco central goza de verdadera independencia.

9. La experiencia en materia de metas explícitas

En la actualidad, los resultados obtenidos por los bancos centrales que aplican una estrategia de metas de inflación explícitas en los países industriales son satisfactorios. En efecto, la concentración en la estabilidad de precios ha contribuido a una extraordinaria convergencia de las tasas de inflación de estos países. Cabe señalar que, en general, el entorno económico internacional benigno de los últimos años y el proceso de integración internacional han contribuido en parte a esta convergencia. No resulta claro si estos hechos, de por sí, seguirán garantizando la persistencia de una tendencia a tasas de inflación bajas; otros especialistas en la materia señalan que la estrategia de metas de inflación explícitas aún no ha pasado la prueba de un ciclo económico completo. Sin embargo, las autoridades que han aplicado estas estrategias han tenido que hacer frente a una serie de perturbaciones que se han registrado en las crisis de Asia, Rusia y Brasil.

10. Aspectos que afectan a los países en desarrollo

La experiencia prometedora de los pioneros en la aplicación de estrategias basadas en metas de inflación explícitas y una serie de experiencias fallidas con anclas cambiadas en Asia y América Latina han persuadido a algunos países en desarrollo de la conveniencia de adoptar una estrategia similar para contener la inflación, fomentar la credibilidad y anclar las expectativas. En América Latina, Brasil, Chile, Colombia y México han abandonado las bandas cambiarias y han pasado a regímenes de tipo de cambio flotante. Estos países, al igual que otras economías emergentes, como Polonia, la República Checa, Sudáfrica y, más recientemente, Tailandia, conducen la política monetaria mediante un proceso más o menos formal de metas de inflación explícitas. Aunque la mayoría de estos países llevan poco tiempo aplicando esta estrategia, la experiencia hasta ahora resulta alentadora. Por ejemplo, Chile e Israel tienen experiencias similares; ambos países adoptaron un contexto de metas de inflación explícitas a comienzos de los noventa, cuando registraban tasas de inflación anuales cercanas al 20%. La estrategia fue implementada gradualmente y en forma flexible en ambos países, lográndose en 2003, reducir la inflación a niveles internacionales sin originar costos sustanciales en materia de producto.

La fijación de metas explícitas de inflación puede beneficiar de muchas maneras a los países en desarrollo, al establecer un instrumento de coordinación de las expectativas inflacionarias y una medida que permite juzgar el cumplimiento del compromiso de los bancos centrales. Pero los países en desarrollo tienen



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

11. El desarrollo incipiente del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala

En 1991, por primera vez en la historia del Banco de Guatemala, se define y anuncia una meta explícita de inflación, la cual, para ese año, se fijó en 15% (aunque al final del año se logró un 9%). En 1992, se dio a conocer de nuevo una tasa de inflación esperada, en un rango de entre 6% y 8%. Cabe indicar que en dicho año se eliminaron subsidios y restricciones cambiarias y se unifica un solo tipo de cambio flexible. En 1993, otra vez se estableció una meta de inflación (8%). Cabe indicar que en el referido año se adoptó un mecanismo de venta pública de divisas que fijaba precios según las condiciones del mercado. En 1994, nuevamente se fijó una meta de inflación y, aunque el marco legal establecía un tipo de cambio fijo, el mismo se flexibilizó casi totalmente, debido a ciertas excepciones que contenía la legislación entonces vigente. En 1995 y 1996,



explícitamente se enunció por primera vez que el objetivo central de la política monetaria consistiría en lograr la estabilidad del nivel de precios para ello se especificó una meta de inflación en un rango de entre 8% y 10%; estableciéndose metas intermedias para activos externos, activos internos y oferta monetaria. En ambos años, el esquema cambiario continuó flexibilizándose y adaptándose para que recogiera mejor los precios del mercado. En 1997, empezó a relegarse, de alguna manera, el encaje bancario, dándole más privilegio a las operaciones de mercado abierto como instrumento de control monetario. En 1999 y 2000 se anunció un rango de inflación de entre 5% y 7%, en tanto que desde 2001 hasta la fecha, el rango de inflación ha sido entre 4% y 6%. Cabe señalar que en 2000 se producen cambios importantes en la forma como la Junta Monetaria aprueba la política, ya que estableció una serie de variables indicativas, restándole importancia relativa a la meta de emisión monetaria, la cual se pone en igualdad de condiciones con otros indicadores como tasas de interés, crédito bancario al sector privado, tipo de cambio real, inflación subyacente, (un índice de condiciones monetarias parecido al que antiguamente calculaba el Banco de Canadá) e incluso una tasa denominada Parámetro que refleja una formulación muy parecida a una Regla de Taylor.

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

Adicionalmente, cabe indicar que desde 1993 la Constitución Política de la República prohíbe al Banco Central otorgar crédito al gobierno, todo lo cual parece configurar un marco de política monetaria que tiene encaminados muchos elementos de un esquema de metas de inflación.

Sin embargo, y sin menoscabo de lo expresado en los párrafos precedentes, hasta la fecha se siguen utilizando mecanismos y variables de seguimiento que requieren algún grado de afinamiento. Asimismo, todavía se enfrenta una serie de limitaciones de naturaleza analítica, como pueden ser la falta de modelos sobre la inflación, las expectativas inflacionarias y el mecanismo de transmisión de la política monetaria, que son elementos cruciales de un esquema de metas de inflación que aún no están incluidos en la forma de operar, debido seguramente a las limitaciones estadísticas y de otra índole.

Finalmente, cabe indicar que un hecho que sobresale es la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala, entre cuyos aspectos esenciales destaca que norma objetivos claros para el Banco Central en cuanto a darle prioridad a la estabilidad en el nivel de precios; fortalece su autonomía (formal; operativa; económica y financiera); fortalece su patrimonio; limita su papel de prestamista de



última instancia; le asigna importancia a su responsabilidad de vigilar el sistema de pagos; obliga al Banco a aumentar su transparencia en cuanto a difundir reportes sobre los resultados en materia de inflación; le obliga a rendir cuentas, ya que el Presidente del Banco Central está obligado a comparecer al Congreso de la República dos veces al año; se privilegia el uso de instrumentos indirectos, en particular, las operaciones de mercado abierto; y se redefine el encaje bancario.

Cabe indicar que la nueva Ley es entonces compatible con un esquema de metas explícitas de inflación, ya que la orientación de ésta define con precisión el objetivo fundamental del instituto emisor, enfocándolo hacia la estabilidad del nivel de precios. Al existir claridad sobre ese objetivo es mucho más fácil para la política monetaria perseguirlo y se evita caer en dilemas respecto de qué medida tomar; por ejemplo, cuándo debe decidirse entre una medida que corrija un problema de iliquidez y otra que enfrente presiones inflacionarias. Si el objetivo está claro, el banco central está mejor preparado para enfrentar esos dilemas y sabe que debe tomar aquellas medidas que le van a permitir alcanzar su único objetivo fundamental.

Sin embargo, como se indicó, aún quedan por adecuar varios aspectos esenciales para establecer un esquema completo de metas explícitas de inflación en el país⁵⁰. Entre tales aspectos, cabe destacar algunos de tipo institucional y otros de tipo operativo. En el plano institucional, se hace necesario diseñar e implementar los mecanismos para garantizar el compromiso de las autoridades fiscales y de otras instituciones relevantes, ajenas al banco central, con el esquema de metas explícitas de inflación. También debe evaluarse y, cuando corresponda, adecuarse la calidad de la información estadística necesaria para implementar el esquema, lo que involucra un esfuerzo de coordinación entre diversos entes generadores de información estadística.

En cuanto a los aspectos operativos, se debe analizar cuidadosamente la elección de los instrumentos y metas operativas de la política monetaria para el caso específico de Guatemala, así como la definición de variables de seguimiento para monitorear adecuadamente la evolución de la gestión monetaria durante el horizonte de vigencia de las metas de inflación. Es decir, se debe evitar cualquier desfase entre el horizonte mencionado y el rezago con que la política monetaria, a través del mecanismo de transmisión, influencia a la economía nacional.

⁵⁰ Cabe indicar que en un documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional se califica a Guatemala como un país que viene aplicando un esquema "liviano" de metas explícitas de inflación, dado que, si bien existe una meta de inflación en forma de rango, todavía existen aspectos de carácter institucional (objetivo de Estado) y operativo (limitaciones estadísticas) que deben superarse para avanzar en el desarrollo del citado esquema. Véase Mark R. Stone, "Inflation Targeting Lite", IMF Working Paper, January 2003.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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



ANEXO 2

CRECIMIENTO ECONÓMICO: ASPECTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA

I. INTRODUCCIÓN

La importancia del crecimiento radica en su efecto directo sobre el bienestar de las personas. En tanto mayor sea la diferencia entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de crecimiento de la población, mayor será el incremento en el bienestar general del país. Estudios recientes⁵¹ han demostrado que existe una relación positiva entre crecimiento económico y reducción de la pobreza. Específicamente se ha encontrado que un aumento de un punto porcentual en el ingreso promedio de la sociedad se traduce en un aumento de la misma proporción en el ingreso promedio del 20% más pobre de la población.

Por años el crecimiento económico y sus determinantes han captado la atención de la literatura macroeconómica. Los determinantes del crecimiento son importantes porque permiten caracterizar las economías, inferir acerca de la sostenibilidad del crecimiento y detectar posibles fuentes de crecimiento que aceleren la actividad económica en un país. Este anexo tiene como objetivo identificar los distintos factores que influyen en el crecimiento y su relación con las políticas y presentar evidencia sobre el desenvolvimiento económico de la economía guatemalteca. El documento está organizado de la siguiente manera: en la segunda parte se presentan los factores directos (trabajo, capital e investigación y desarrollo) e indirectos que afectan el crecimiento. En la tercera parte, se describen las principales políticas que la literatura identifica como influyentes en el crecimiento y se identifican dos estrategias par el crecimiento: de corto plazo para acelerar el crecimiento y de mediano y largo plazo para sostenerlo en el tiempo.

Asimismo, en la cuarta parte se presenta el análisis para la economía guatemalteca, que incluye una caracterización de la economía nacional, estimaciones econométricas para identificación de las fuentes del crecimiento y su contribución para el periodo 1960-2002 y la relación crecimiento e inversión. Por último, se presentan los comentarios finales.

II. EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este capítulo se presenta un análisis general de los determinantes del crecimiento económico y de las principales interrelaciones que la literatura⁵² sobre crecimiento permite identificar.

⁵¹ Barro (1999) y Dollar y Kraay (2001)

⁵² Entre otros: Temple (1999), Easterly (2003) y Ahn and Hemmings (2000).



a. Factores próximos o directos vinculados al crecimiento económico⁵³

La teoría y los estudios empíricos muestran que el crecimiento económico de largo plazo de las economías está asociado a la acumulación cuantitativa y cualitativa de factores productivos y al grado de eficiencia en su utilización. Entre los factores productivos se encuentran: el capital físico y el factor trabajo (capital humano) que incluye trabajo calificado y no calificado. Por otro lado, es importante la eficiencia en el uso de los factores productivos, que en la literatura se identifica como la productividad total de los factores (PTF). Además, de estos factores algunos autores señalan la importancia del gasto de los países en investigación y desarrollo, el cual se asocia a la búsqueda constante de mejoras tecnológicas y al descubrimiento de nuevos productos que incrementen la productividad del capital y el trabajo.

La literatura sobre crecimiento económico ha encontrado que existe una robusta correlación entre tasas de inversión y crecimiento, y además, en países en desarrollo la relación entre inversión en equipo y crecimiento también resulta ser robusta. Con relación al capital humano, existe una relación positiva entre capital humano y crecimiento económico. Esta relación aunque no es completamente convalida por la evidencia macroeconómica, la evidencia microeconómica⁵⁴ es contundente en sus resultados. Asimismo, se puede decir que existe un amplio consenso en que la acumulación de capital humano es necesaria pero no suficiente para crecer. En este sentido, un desafío clave es introducir las condiciones bajo las cuales expandir la educación es más beneficioso para los países. Esto se relaciona con un adecuado marco institucional, inversión en capital físico y creación de puestos de trabajo que favorezcan la eficiencia.

El monto y la calidad del gasto social (público y privado) en educación y salud afecta directamente la acumulación de capital humano y por consiguiente, el crecimiento económico. Con relación a la educación, se puede decir que el desarrollo de una política de educación y capacitación requiere de un profundo entendimiento de la naturaleza de la estructura institucional, sus debilidades y áreas factibles para acciones de política. En general, la evidencia microeconómica distingue entre distintas etapas de la educación, encontrando un retorno más alto en la educación primaria comparada con la educación secundaria y universitaria.

Con relación a la salud, existe evidencia acerca del efecto causal de la salud sobre los salarios y la productividad para población de bajos niveles de ingreso, donde el retorno de la salud es más alto. Además, el retorno del gasto en salud es más alto para personas con bajo nivel de salud y en trabajos que requieren más fuerza física⁵⁵. Las acciones en ésta área también implican un profundo

⁵³ Este apartado y el siguiente (inciso b) fueron tomados principalmente de Temple (1999) y Ahn and Hemmings (2000)

⁵⁴ Encuestas de hogares y sobre mercado laboral.

⁵⁵ Strauss y Thomas (1998).



conocimiento de la estructura institucional y el nivel de salud de la población para priorizar acciones.

b. Factores indirectos del crecimiento económico

Asimismo, además de las fuentes cercanas al crecimiento económico señaladas anteriormente, existen factores vinculados al crecimiento, los cuales lo afectan de forma indirecta. Entre estos factores se encuentran:

- 1. La apertura económica:** la evidencia encuentra que economías más abiertas tienden a crecer más rápido como resultado de la especialización inducida, las economías de escala, la mayor competencia en el sector de bienes transables y el acceso a mejores insumos, productos e ideas.

La apertura externa esta vinculada, principalmente, a la remoción de barreras arancelarias y no arancelarias para la promoción del comercio. La reducción de las barreras al comercio y su relación con el crecimiento puede enfocarse por dos vías: la vía de acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales y por la vía de la apertura unilateral. En general, se considera que la apertura tiene efectos positivos sobre el crecimiento. Sin embargo, algunos economistas consideran que la apertura unilateral y gradual tiene efectos mayores en economías pequeñas.

Desde un punto de vista teórico, las ganancias del comercio en el corto y mediano plazo se originan por la explotación de las ventajas comparativas (especialización entre países), economías de escala (ampliación de mercados) y exposición a la competencia de las firmas domésticas. Por otro lado, los modelos de crecimiento endógeno sugieren que el comercio en el largo plazo puede incrementar la generación y difusión del conocimiento a través de tres mecanismos: primero, aprender haciendo (*learning-by-doing*), lo que implica economías dinámicas de escala; segundo, la invención, pues la existencia de mercados más grandes genera incentivos para la investigación y desarrollo y nuevos descubrimientos; y tercero, la difusión del conocimiento: países que son más abiertos al resto del mundo tienen más oportunidad de absorber las ventajas técnicas generadas por los países más avanzados.

- 2. Mercado financiero:** en general la evidencia ha sugerido una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Sin embargo, problemas de medición y causalidad resultan ser serios en este tipo de estudios, esto porque no existe una dirección de causalidad robusta entre crecimiento y desarrollo financiero. La relación entre sector financiero y crecimiento económico puede analizarse en tres direcciones: primero, el efecto sobre la eficiencia en la transformación del ahorro, lo que se relaciona con la diferencia entre las tasas activas y pasivas (costos de intermediación financiera) del mercado financiero, estructuras de mercado no competitivas, regulación inapropiada y altos costos de operación. Segundo, el efecto sobre la tasa de



ahorro; por un lado, un sistema financiero sólido puede disminuir el ahorro preventivo y por otro puede incrementar el retorno del ahorro en términos del consumo presente. Por lo tanto, el efecto sobre el ahorro del mercado financiero es ambiguo. Y tercero, el mercado financiero tiene efectos sobre la eficiencia en la asignación del capital: la eficiencia y el perfil de riesgo de los proyectos donde se asignan los fondos puede tener efectos sobre el crecimiento. La evidencia sugiere que sistemas financieros más “conservadores” apoyan menos al crecimiento económico.

3. **Estabilidad macroeconómica:** existe amplio consenso en el sentido de que la estabilidad macroeconómica es condición necesaria para un crecimiento sostenido, contribuyendo al crecimiento a través de la reducción de la incertidumbre. La evidencia encuentra los signos esperados en entre crecimiento y variables tales como déficit fiscal, inflación e inestabilidad del tipo de cambio real. La volatilidad en estas variables está relacionada negativamente con el crecimiento económico. Asimismo, se encuentra que existe una relación negativa entre volatilidad del producto y el crecimiento de largo plazo. Dada la importancia de la estabilidad macroeconómica, esto es abordado con más detalle en la parte de políticas vinculadas al crecimiento económico.
4. **Tamaño del gobierno:** el tamaño de gobierno usualmente se relaciona con el gasto en consumo de gobierno, el cual se refiere principalmente a sus gastos corrientes. Con relación al tamaño de gobierno no existe evidencia fuerte de que altos niveles de consumo de gobierno pueden ser dañinos para el crecimiento económico. Algunos economistas encuentran una relación negativa entre consumo de gobierno y crecimiento. Sin embargo, es difícil encontrar evidencia empírica que favorezca la hipótesis que gobierno pequeño dirige a rápido crecimiento. En general, se puede decir que el tamaño del gobierno no importa mucho, pero sí la calidad del mismo. Gobiernos más transparentes y eficientes contribuyen positivamente al crecimiento económico.
5. **Gastos de gobierno en infraestructura:** la evidencia empírica encuentra que la proporción de inversión pública en transporte y comunicaciones está robustamente relacionada con el crecimiento. al parecer, el gasto en infraestructura incrementa el retorno social de la inversión en general.
6. **Desigualdad:** la desigualdad socioeconómica es fuente de conflictos sociales. Países más desiguales tienden a tener más inestabilidad política y social, lo cual afecta negativamente el clima de inversión. La literatura ha tendido a coincidir en que alta desigualdad tiene efecto negativo sobre el crecimiento futuro, aunque la evidencia no es totalmente convincente; ha sido difícil encontrar un caso en que la desigualdad es buena para el crecimiento económico. Asimismo, es importante hacer notar que el hecho de que la alta desigualdad afecta el crecimiento no implica que el gobierno debería de



enfocarse en políticas re-distributivas, pues es necesario recordar que políticas re-distributivas mal diseñadas pueden traducirse en altos costos en términos de eficiencia.

- 7. Crecimiento de la población:** la mayoría de economistas ha coincidido en que el crecimiento de la población tiene efectos negativos sobre crecimiento económico. Los argumentos están relacionados con la probable caída del capital humano promedio y el incremento en la relación trabajo-capital. Además, la evidencia sugiere que la tasa de matriculación escolar es menor en países con altas tasas de crecimiento poblacional.

Cambios en el tamaño y composición de la población conllevan implicaciones para el crecimiento económico. En general, se identifican dos efectos: primero, el efecto “dependencia”, el cual se observa cuando se producen cambios en el coeficiente de población joven y de tercera edad con relación a la población en edad de trabajar; reducciones en el coeficiente tienen efecto positivo sobre el ingreso per cápita y el crecimiento económico. Y segundo, el efecto dilución del capital. Este efecto es especialmente importante en países menos desarrollados, donde el porcentaje de la población económicamente activa dedicado a la agricultura es relativamente alto, donde el capital (tierra) es un recurso fijo y la difusión de nueva tecnología para mejorar la productividad es baja. El espacio de acción para la política en esta área se asocia principalmente con programas de salud reproductiva e inserción de la mujer al sistema educativo formal y al mercado laboral.

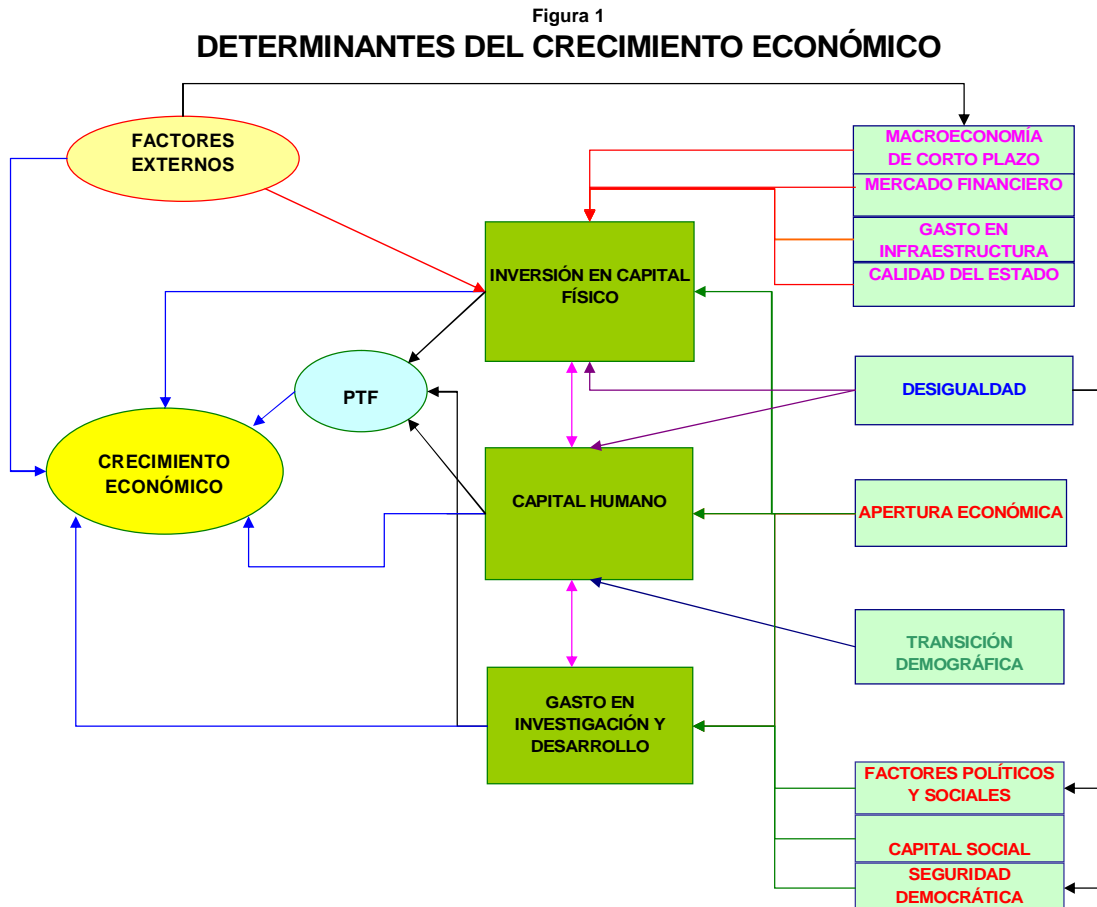
- 8. Factores políticos y sociales:** la inestabilidad política y social tiene efecto negativo robusto sobre el crecimiento económico, pues el crecimiento se fomenta con instituciones políticas que crean un ambiente propicio para el empleo, el ahorro, la inversión y las mejoras en la productividad. Algunos estudios encuentran que aun cuando buenas instituciones no incrementan el crecimiento a través del progreso técnico, ellas fomentan la inversión favoreciendo la certidumbre. Además, se encuentra que la democracia no es notablemente mejor que los regímenes autocráticos, pero países con más libertad económica y protección de los derechos de propiedad crecen más rápido. Entre las instituciones se incluyen: derechos de propiedad, instituciones de regulación, instituciones para la estabilización macroeconómica, instituciones para la seguridad social, instituciones para el manejo de conflictos, administración pública eficiente, transparencia y bajos niveles de corrupción.
- 9. Factores externos:** por último, existe otra clase de factores que afectan el crecimiento económico, los que se refieren al ambiente externo al que están expuestas la mayoría de economías pequeñas y abiertas en un mundo globalizado. Estos factores son totalmente exógenos para las economías afectadas y en muchas ocasiones su efecto es significativo sobre el desenvolvimiento económico de corto y mediano plazo de los países. Dentro



de este grupo de factores destacan: las perturbaciones sobre los términos de intercambio y la tasa de interés internacional, el ciclo económico internacional y las turbulencias financieras internacionales. Los términos de intercambio se refieren a variaciones en los precios de las exportaciones y/o de las importaciones. El ciclo económico internacional, se refiere a las fluctuaciones de la economía mundial inducidas fundamentalmente por oscilaciones en las grandes economías, principalmente, en los Estados Unidos. Las turbulencias financieras pueden afectar la afluencia o salida precipitada de capitales privados de las economías.

c. Principales interrelaciones entre determinantes del crecimiento económico

Una aproximación de las principales interrelaciones de los factores que influyen en el crecimiento económico se presenta en la figura 1, dicha representación no es la única forma posible de mostrar las interrelaciones. Sin embargo, refleja en alguna medida la complejidad del crecimiento económico y los factores que lo afectan. En el extremo izquierdo se encuentra el crecimiento económico, el cual podría denominarse como la meta final. El crecimiento es afectado de forma directa por la productividad total de los factores, la inversión en capital físico, el capital humano y por los gastos en investigación y desarrollo. Los factores directos también afectan el crecimiento de forma indirecta, a través de su efecto sobre la PTF, lo que significa que una adecuada combinación de factores acompañada de innovaciones técnicas puede incrementar la productividad.



Por otro lado, se observa que los factores externos pueden afectar directamente el crecimiento a través de cambios en la demanda externa o por cambios en los términos de intercambio. Además, las perturbaciones externas afectan el nivel de inversión privada y la estabilidad macroeconómica a través de cambios en los flujos de capital privado y cambios en las tasas de interés externas.

La inversión en capital físico es afectada por la macroeconomía de corto plazo, la cual incluye estabilidad de precios, solvencia fiscal, solidez y solvencia del sistema financiero y volatilidad del producto. Estos factores bajo condiciones de estabilidad pueden favorecer el crecimiento económico. Asimismo, la inversión es afectada por la calidad del sistema financiero, por los montos y calidad del gasto en infraestructura y la calidad del estado. Además la desigualdad afecta de forma directa a la inversión y el capital humano por la escasa capacidad de ahorro de grandes sectores de la población y por la falta de oportunidad para acceder a la educación formal de la población excluida. Por otro lado, la desigualdad se vincula con los factores políticos y sociales y la seguridad democrática, los cuales sumado al capital social y la apertura económica inciden en la inversión, el capital humano y en la investigación y desarrollo. El capital social, los factores políticos y sociales y la seguridad democrática constituyen el conjunto de instituciones que



definen el clima de inversión, el cual puede favorecer un acelerado y sostenido crecimiento.

Por último, la estabilidad macroeconómica o macroeconomía de corto plazo representa un factor importante para crecer. Sin embargo, existen otros factores que también son importantes para un crecimiento acelerado y sostenido como se muestra en el diagrama.

III. ESTRATEGIAS PARA CRECER Y LECCIONES DE POLÍTICA

Hasta ahora se han analizado los principales factores que en la literatura teórica y empírica se vinculan al crecimiento económico. Sin embargo, resulta interesante tratar de responder las preguntas siguientes: ¿Cuáles son las medidas o políticas que los países tendrían que adoptar para acelerar el crecimiento? ¿Qué estrategia seguir para alcanzar un crecimiento acelerado y sostenido? Este tipo de preguntas ha sido ampliamente discutido por los macro-economistas por mucho tiempo, y aunque no existe una receta general para las economías con problemas de crecimiento, existe consenso en la ciencia económica sobre las políticas que importan para el crecimiento.

A. Políticas vinculadas al crecimiento económico

Las políticas más relevantes para crecer se clasifican en tres grandes grupos: políticas para la estabilización, políticas estructurales y políticas para el fortalecimiento de las instituciones.

1. Políticas para la estabilidad

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para el crecimiento económico y constituye la mejor contribución de la política fiscal y monetaria para el logro de un acelerado y sostenido crecimiento en el corto, mediano y largo plazo. Esto se logra favoreciendo un clima de mínima incertidumbre, a través de una baja inflación, prudencia fiscal, baja volatilidad (tipo de cambio y producto) y prevención de crisis bancarias.

a) Política monetaria

El aporte fundamental de la política monetaria se logra al alcanzar una inflación baja y predecible, pues aunque la inflación *per se* no es dañina para el crecimiento, la alta inflación está altamente correlacionada con una más alta variación de la inflación y esa volatilidad es la que afecta negativamente la actividad económica. Otro argumento en contra de la inflación es la distorsión que genera en los precios relativos, pues la inflación incrementa la cantidad de “ruido” en las señales de los precios, lo cual se refleja en un incremento en la variabilidad de los precios relativos, afectando negativamente la inversión. Finalmente, se puede decir que la baja inflación incrementa la credibilidad de la política monetaria, lo cual crea expectativas de baja inflación en el futuro, favoreciendo bajas en las tasas de interés domésticas, cierta flexibilidad en la política monetaria en el corto plazo y una reducción en los costos en términos de producto y desempleo.



b) Política fiscal

El desempeño fiscal también es importante para el crecimiento económico. Una política fiscal disciplinada reduce el efecto “desplazamiento” sobre la inversión privada y contribuye a fortalecer la credibilidad de la política monetaria. Si la política monetaria es conducida de forma independiente, excesiva discrecionalidad en la política fiscal potencialmente puede crear tensión entre los objetivos fiscales y la política monetaria. Por lo tanto, la coordinación entre política fiscal y monetaria es necesaria. Además, una política fiscal predominantemente superavitaria en el tiempo favorece el papel anticíclico que la política fiscal puede desempeñar para reducir la volatilidad del producto y del tipo de cambio real. Además, contribuye a la depreciación del tipo de cambio real, lo que favorece el crecimiento del sector exportador de bienes y servicios.

c) Estabilidad financiera

Por último, un aspecto no menos importante que complementa la estabilidad macroeconómica es la estabilidad financiera, para la cual es deseable procurar un sistema financiero con incentivos adecuados, bien capitalizado y con buena regulación y supervisión prudencial para prevenir crisis financieras. Así garantizar la solvencia y liquidez del sistema financiero y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos en la economía.

2. Principales políticas estructurales

Las políticas estructurales incluyen el conjunto de medidas que favorecen la eficiencia productiva y la asignación eficiente de recursos. Dentro de este conjunto de políticas se pueden mencionar las siguientes: apertura externa, política laboral, políticas de gasto en salud y educación, fomento a la investigación y desarrollo, fomento a la pequeña y mediana empresa, facilitación de las inversiones, gasto en infraestructura, transición demográfica y profundización y desarrollo financiero.

3. Políticas para el fortalecimiento de instituciones

Las instituciones relevantes para el crecimiento son aquellas que contribuyen a crear un ambiente propicio para el empleo, el ahorro y la inversión. En esta sección únicamente se mencionan las distintas instituciones; éstas son: fomento a la competencia, derechos de propiedad, instituciones para el manejo de conflictos, gobernanza, instituciones de seguridad ciudadana, modelo político, transparencia y no corrupción en la administración pública, autonomía de la autoridad monetaria y financiera e instituciones fiscales.

B. Estrategias para crecer⁵⁶

De acuerdo a Rodrick (2003) durante los años cincuenta y los sesenta fueron ampliamente difundidas las ideas de planeación y sustitución de importaciones en los países en desarrollo. Esas ideas cambiaron en los años setenta hacia visiones orientadas al mercado, que enfatizaron el rol del sistema de precios y orientación de la economía hacia fuera.

⁵⁶ El contenido de esta sección fue tomado principalmente de Rodrick (2003).



A finales de los años ochenta, surgió lo que ahora se conoce como el “consenso de Washington”, el cual enfatizaba originalmente la disciplina fiscal, tipos de cambios competitivos, liberalización financiera, privatización y desregulación. Este conjunto de políticas fueron entendidas como el esquema de políticas deseables para el crecimiento económico. Sin embargo, hacia finales de los años noventa, en el seno de los organismos multilaterales vinculados al desarrollo, la lista original del “Consenso de Washington” fue ampliada, originando lo que se conoce actualmente como las reformas de segunda generación, las cuales enfatizan el desarrollo institucional y persiguen la “buena gobernanza”.

Reglas de buen comportamiento para promover el crecimiento económico⁵⁷	
Consenso de Washington original	Consenso de Washington “aumentado” ... los primeros 10 incisos, más:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Disciplina fiscal 2. Reorientación del gasto público 3. Reforma impositiva 4. Liberalización de las tasas de interés 5. Tipo de cambio competitivo y unificado 6. Liberalización comercial 7. Apertura a la inversión extranjera directa 8. Privatización 9. Desregulación 10. Derechos de propiedad 	<ol style="list-style-type: none"> 11. Gobierno corporativo 12. No corrupción 13. Mercado laboral flexible 14. Adherencia a las reglas de la Organización Mundial de Comercio 15. Adherencia a los códigos y estándares financieros internacionales 16. Apertura prudente de la cuenta de capital 17. Régimen de tipo de cambio no intermedio 18. Independencia del banco central/esquema de metas explícitas de inflación 19. Redes de seguridad social 20. Metas de reducción de pobreza

La necesidad de las reformas de segunda generación surgió por una combinación de factores. Primero, había un creciente reconocimiento de que las políticas orientadas al mercado pueden ser inadecuadas sin transformaciones institucionales serias, en áreas que van desde burocracia hasta los mercados laborales. Por ejemplo, la liberalización comercial no puede reasignar los recursos de la economía si los mercados laborales son “rígidos” o insuficientemente “flexibles”. Segundo, había preocupación de que la liberalización financiera provocara crisis y excesiva volatilidad en ausencia de un sólido esquema macroeconómico y de un sistema de regulación prudencial adecuado. Por lo tanto, se incluyó entre las políticas la adopción de sistemas cambiarios no intermedios, la independencia del banco central y la adherencia a los códigos y estándares financieros internacionales. Finalmente, ante el argumento de que el Consenso de Washington representó un retroceso en el combate a la pobreza, el esquema de políticas fue aumentado con políticas sociales y programas de reducción de la pobreza.

⁵⁷ Fuente: Tabla 2 de Rodrick (2003).



Luego de una breve historia de las políticas que convencionalmente han sido implementadas o sugeridas por los economistas, Rodrick (2003) presenta un análisis relativamente detallado de economías asiáticas exitosas en alcanzar un crecimiento acelerado y sostenido, las cuales usaron medidas de políticas convencionales y no convencionales (subsidios, empresas públicas y similares), acompañadas de arreglos institucionales bien diseñados.

La principal lección que se deriva de la discusión sobre cómo alcanzar un alto y sostenible crecimiento es que la literatura teórica y empírica ayuda a identificar los factores que determinan el crecimiento. A pesar de que no existe una receta estándar sobre las medidas de política económica y social y los diseños institucionales requeridos para alcanzar dicha meta, los estudios revelan que la mejor estrategia para países con problemas de crecimiento es en primer lugar, una estrategia de corto plazo para estimular el crecimiento, y segundo, una estrategia de mediano y largo plazo para sostenerlo. Por lo tanto, los elementos de la teoría y la evidencia deben ser complementados con estudios específicos sobre el país, para elaborar una estrategia de país que considere las oportunidades y restricciones que la economía enfrenta, lo cual requiere conocimiento local considerable.

Iniciar la senda del crecimiento económico generalmente requiere de un conjunto limitado de reformas, que no implican necesariamente reformas institucionales profundas. En cambio, sostener el crecimiento resulta ser más difícil y requiere dotar a la economía de un marco institucional sólido y flexible, para resistir las perturbaciones externas y mantener el dinamismo productivo.

1. Estrategia de corto plazo

Para acelerar el crecimiento económico en el corto plazo en una economía anclada en un equilibrio de baja actividad económica es importante responder la siguiente pregunta: ¿cómo motivar a los empresarios para invertir en la economía nacional? En este contexto, inversión se refiere a todas las actividades que los empresarios emprenden: ampliación de la capacidad instalada, uso de nuevas tecnologías, producir nuevos productos, búsqueda de nuevos mercados y otras actividades relacionadas. De acuerdo a la literatura, existen dos puntos de vista sobre los factores que pueden generar una situación de bajo crecimiento. El primer enfoque enfatiza el papel de las barreras impuestas por el gobierno a los empresarios. Estas barreras se relacionan con: i) el sesgo de la política hacia empresas grandes y políticamente influyentes; ii) fallas institucionales como barreras de autorización, altos salarios del gobierno que distorsionan el funcionamiento del mercado laboral, grandes cargas impositivas, regulaciones arbitrarias, altos niveles de corrupción, inadecuados derechos de propiedad y fallas en hacer cumplir los contratos; iii) altos niveles de incertidumbre política y represión empresarial; y iv) inestabilidad macroeconómica y alta inflación. En resumen, lo anterior implica un inadecuado clima de inversión generado por las distorsiones introducidas por los gobiernos.



De acuerdo al segundo enfoque, el gobierno tiene que jugar un papel pro-activo y no simplemente eliminar las barreras, lo cual conlleva encontrar la forma de atraer la inversión y las empresas a través de incentivos positivos. En esta visión, el crecimiento no es el estado natural de las cosas, porque existen imperfecciones de mercado inherentes a ambientes de bajo ingreso que impiden la inversión y la promoción de actividades no tradicionales. Por lo tanto, en este contexto no es suficiente que la política del gobierno no penalice a las empresas para incentivar el dinamismo productivo. Al analizar la experiencia de América Latina a la luz de estos dos enfoques, la experiencia es bastante ilustrativa: hasta mediados de los años ochenta los gobiernos fueron pro-activos al otorgar a las empresas considerables incentivos en el marco del esquema de sustitución de importaciones, pero también hubo muy poca disciplina para mejorar el clima de inversión, y en cambio en los años noventa sucedió lo contrario, se mejoró considerablemente el clima de inversión y las empresas recibieron escasos incentivos.

2. Estrategia de mediano y largo plazo

Para la estrategia de mediano y largo plazo lo esencial es construir instituciones de alta calidad. Como complemento a la estrategia de corto plazo, se debe procurar el fortalecimiento de instituciones que favorezcan la sostenibilidad del crecimiento, la resistencia a perturbaciones exógenas y legitimicen socialmente el crecimiento. Los estudios empíricos sobre instituciones nacionales generalmente se han dirigido hacia los derechos de propiedad y el imperio de la ley. Sin embargo, se debería de pensar en una definición más amplia de instituciones, entendiéndolas como las reglas del juego prevalecientes en la sociedad. Instituciones de alta calidad, son esas que inducen a un comportamiento socialmente deseable por parte de los agentes económicos. De acuerdo a Rodrick (2003) la taxonomía de las instituciones para sostenibilidad de los mercados es la siguiente:

3. Instituciones para crear mercados

- i. Derechos de propiedad
- ii. Hacer cumplir los contratos

4. Instituciones de regulación de mercados

- i. Cuerpos reguladores (servicios básicos)
- ii. Otros mecanismos de corrección de fallas de mercados (regulación pro-competencia)

5. Instituciones de estabilización de mercados

- i. Instituciones fiscales
- ii. Institución monetaria
- iii. Instituciones de regulación prudencial y supervisión

6. Instituciones de legitimización de mercados

- i. Democracia
- ii. Redes de protección y seguridad social



Luego de conocer cuáles son las instituciones que importan para el crecimiento de mediano y largo plazo, las preguntas relevantes son las siguientes: ¿cómo adquirir esas instituciones? y ¿cuál es el costo de obtener dichas instituciones? La adquisición de instituciones de alta calidad es un proceso difícil y normalmente requiere de un prolongado periodo de tiempo, lo cual induce a que sea un proceso gradual. El costo de adquirir las instituciones es alto y requiere de procesos de discusión y negociación política entre diversos sectores de la sociedad, por eso se cree que el mejor clima para las negociaciones es cuando el crecimiento ya se ha acelerado, es decir, cuando ya se han superado buena parte de los obstáculos identificados en la estrategia de corto plazo.

En las secciones anteriores del documento se han identificado los principales factores que afectan el crecimiento, las políticas vinculadas a esos factores y las estrategias a seguir para alcanzar un acelerado y sostenido crecimiento económico. En la próxima sección se presenta un análisis descriptivo y de contabilidad del crecimiento para la economía guatemalteca.

III. CRECIMIENTO ECONÓMICO EN GUATEMALA

Durante las últimas cuatro décadas, la economía guatemalteca creció a una tasa aproximada de 4% anual y el producto per cápita creció alrededor 1.3% anual. Por el nivel de su ingreso per cápita, Guatemala es considerada un país de ingreso medio. Comparado con países como Brasil, Costa Rica, México, República Dominicana, Chile, Colombia y recientemente El Salvador el desenvolvimiento económico de Guatemala ha sido relativamente bajo⁵⁸, pero aún así se ubicó por arriba de la media de América Latina. De acuerdo a Fanjnylber y Lederman (1999) la productividad total de los factores contribuyó 5% al crecimiento durante el periodo 1950-1995, lo que ubica a Guatemala en la media de 18 países de América Latina, pero muy por debajo de los países de mayor éxito en su crecimiento en el continente y de los países del sudeste asiático.

A. Caracterización de la economía guatemalteca

Hasta la década de los años ochenta la economía guatemalteca se caracterizó por ser una economía abierta y con un sector industrial relativamente protegido, donde el Estado tenía el control sobre algunas de las principales variables macroeconómicas (tipo de cambio, tasas de interés y precios de algunos bienes de la canasta básica) y el modelo económico que se impulsaba era el de “sustitución de importaciones”, con el objeto de mejorar la posición externa del país y fomentar el empleo a través de incentivos directos, utilizando para ello principalmente, la política fiscal y comercial. Dicho modelo se sustentaba en el proceso de integración económica centroamericana que se inició en los años sesenta. A partir de los años ochenta y específicamente de la segunda mitad de la década, Guatemala inició un proceso de reconversión de su economía, proceso orientado hacia el mercado externo como el promotor del crecimiento.

⁵⁸ Bernanke y Gürkaynak (2001).

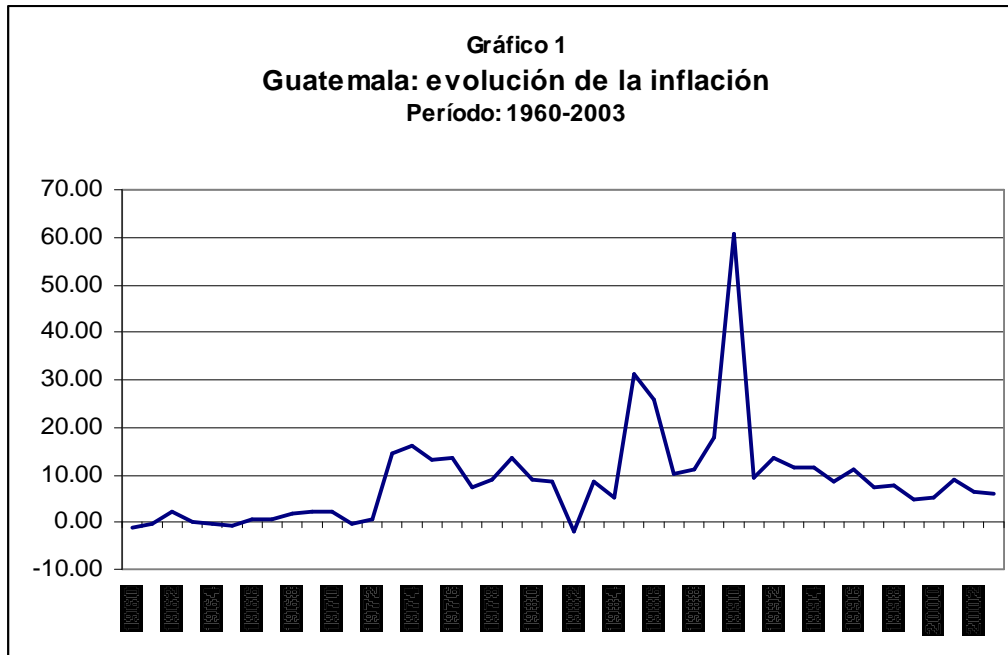


Es así como el tipo de cambio y la tasa de interés estuvieron regulados por la autoridad monetaria hasta 1989. Los precios de los bienes de la canasta básica se empezaron a liberar en 1986, concluyéndose el proceso en 1991. En la segunda mitad de la década de los años ochenta se eliminaron gradualmente los impuestos a las exportaciones y se emitieron leyes para el fomento de las exportaciones no tradicionales.

Por su parte, el déficit fiscal fue financiado por la autoridad monetaria hasta finales de los años ochenta. Como resultado de los desequilibrios fiscales recurrentes y la inconsistencia de la política monetaria con el objetivo de tipo de cambio fijo, el país agotó sus reservas monetarias internacionales netas, las cuales fueron negativas entre 1982 y 1989. Derivado de lo anterior, en 1994 se emitió una norma constitucional por la cual se prohibió a la autoridad monetaria el financiamiento directo del déficit fiscal.

El déficit en cuenta corriente alcanzó sus cifras récord en 1992, 1981, 1987 y 1985 (7.0%, 6.7%, 6.6% y 6.4% respectivamente). Las principales fuentes de financiamiento del déficit en cuenta corriente, hasta los años ochenta fueron las reservas monetarias internacionales y el endeudamiento público externo; pero en los años noventa, el flujo de capital privado fue su principal fuente de financiamiento y las reservas aumentaron considerablemente. Por último, el proceso de desgravación arancelaria y la modernización del sistema financiero nacional se iniciaron hasta finales de los años ochenta.

Además, es importante mencionar que la economía guatemalteca, en términos relativos a la experiencia de la mayoría de países latinoamericanos, no experimentó procesos inflacionarios muy severos. En el periodo de análisis hubo dos repuntes inflacionarios: el primero en 1985 y 1986 (31.5% y 25.7% respectivamente), asociado principalmente a los excedentes de liquidez existentes en la economía, originados por los altos déficit fiscales que se tradujeron en ataques especulativos al quetzal, ataques que se manifestaron en las altas tasas de cambio del “mercado negro” y del mercado oficial. La inflación más alta se registró entre noviembre de 1989 y octubre de 1990, cuando la inflación alcanzó alrededor del 100% luego de la liberalización del tipo de cambio en noviembre de 1989, debido a la depreciación del 100% que experimentó el quetzal. A partir de los años 90, la política monetaria generalmente restrictiva y la relativamente mejorada disciplina fiscal permitieron alcanzar tasas de inflación menores y reducir considerablemente la volatilidad en ésta variable, lo que se aprecia claramente en el gráfico (1).

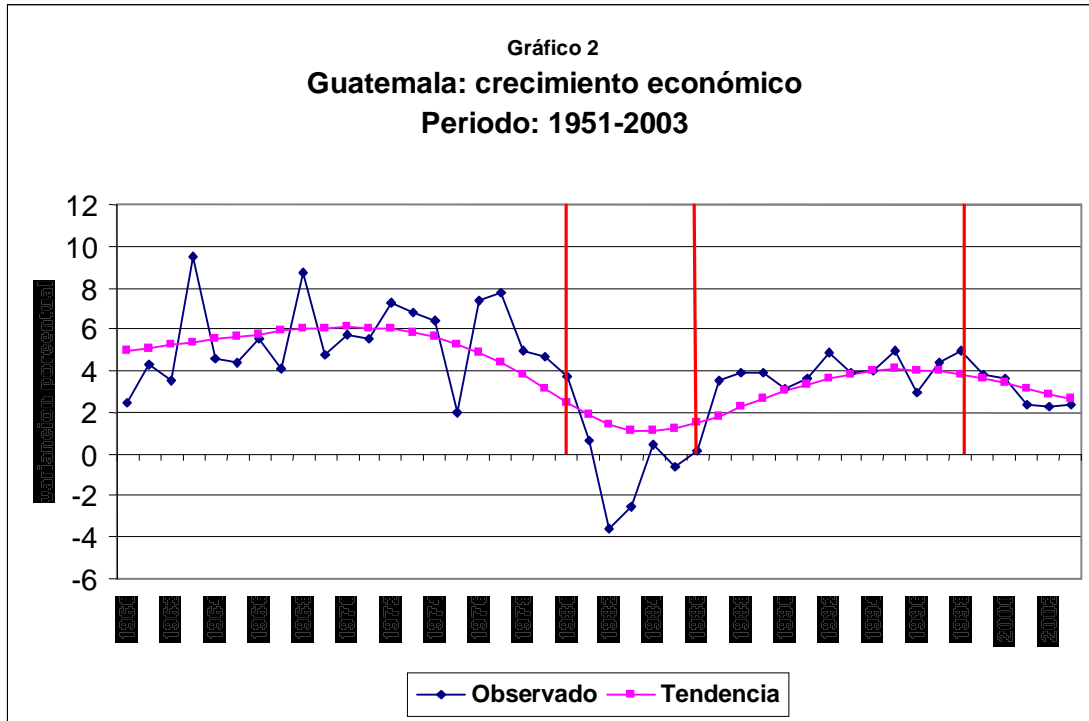


Es en el contexto general anterior que se desenvuelve la economía nacional durante el periodo en estudio. Adicionalmente, entre los fenómenos no económicos ocurridos en Guatemala, fue el prolongado conflicto armado el que más influyó en el clima de inversión.

B. Desempeño económico en el periodo 1960-2003

En el gráfico 2 se presenta la tasa de crecimiento económico para el periodo en estudio. En dicha gráfica se identifican cuatro subperiodos importantes en el desenvolvimiento de la actividad económica guatemalteca⁵⁹:

⁵⁹ El criterio de identificación de los sub-periodos fue el crecimiento del producto interno bruto (PIB).



1. Auge económico (1960-1980). Este periodo se caracterizó principalmente por altas tasas de crecimiento económico, notablemente inestables, y es el periodo en el que se alcanzaron las tasas de crecimiento más altas en la historia económica guatemalteca⁶⁰. En 1963 y 1968 se alcanzan tasas de crecimiento de 9.5% y 8.8% respectivamente. Se experimentó la primera crisis del petróleo (1974), que se manifestó en un considerable deterioro en la relación de términos de intercambio⁶¹ y una fuerte desaceleración de la economía, alcanzando una tasa de crecimiento menor al 2.0% en 1975. A finales de los años setenta se observó una desaceleración de la actividad económica, que marcó el inicio de la recesión del subperiodo siguiente. Esta última etapa transcurrió en un ambiente de recrudecimiento del conflicto armado interno, la segunda crisis del petróleo y una fuga masiva de capitales privados⁶², hechos que se manifestaron en una fuerte caída de la inversión privada doméstica (-12.3% y -22.4% en 1979 y 1980, respectivamente) y el inicio de un periodo de significativo incremento de la deuda externa (entre 1978 y 1985 la deuda creció aproximadamente US\$ 2000.0 millones).

2. Recesión económica (1981-1986). Este periodo se caracterizó por la continuidad y profundización de la crisis económica. Se observaron tasas negativas de evolución económica inestabilidad política, continuidad del conflicto armado interno, alza considerable de las tasas de interés internacionales y la crisis de la deuda. Además, en esta etapa se inició la prolongada crisis cambiaria y la

⁶⁰ El crecimiento promedio en el periodo fue de 5.4% y la desviación estándar fue de 2 puntos porcentuales.

⁶¹ Los términos de intercambio se redujeron en 12% entre 1973 y 1975.

⁶² Díaz (1993) estima que entre 1977 y 1984 la fuga de capitales fue de aproximadamente US\$ 700 millones.



reducción de reservas monetarias internacionales⁶³. En la última etapa de este periodo se produjo el inicio del proceso democrático actual y la puesta en marcha del plan de reordenamiento económico y social en 1986, el cual tuvo como objetivo recobrar el ritmo de crecimiento de la economía, eliminar gradualmente la regulación de precios de la canasta básica y estabilizar la inflación.

3. Moderado crecimiento económico (1987-1998). Las características principales de este periodo son que se recuperó el crecimiento económico a partir de 1987 y se logró la estabilización macroeconómica a partir de 1991: reducción y estabilización de la inflación (gráfico 1) y estabilización del tipo de cambio. Se inició el proceso democrático y de reconciliación nacional y se firmó la paz en diciembre de 1996. Se salió de la prolongada crisis cambiaria y de reservas monetarias internacionales. Dicha crisis culminó con la liberalización del tipo de cambio el 3 de noviembre de 1989. En este periodo se implementaron las principales reformas económicas: liberalización del tipo de cambio y de la tasa de interés, apertura comercial y financiera. Se adoptaron políticas de fomento a las exportaciones, se eliminaron los impuestos a las exportaciones y se emitió el decreto ley 24-89 para fomento de la actividad maquiladora. Asimismo, en esta etapa se concretizó el proceso de privatización y desmonopolización de las principales empresas estatales (AVIATECA, GUATEL, INDE Y EEGSA), se emitió la Ley de Telecomunicaciones y se desconcentró la generación de energía eléctrica.

Adicionalmente, la economía guatemalteca en este periodo se benefició de un ambiente internacional favorable (bajas tasas de interés internacionales y entrada de capital privado) y de la inserción en nuevos mercados internacionales (productos no tradicionales).

4. Desaceleración del crecimiento económico (1999-2003). Este periodo se caracteriza por condiciones externas desfavorables: caída de los precios de café y desaceleración de la actividad económica mundial. En el orden interno, se inició el proceso de saneamiento del sistema bancario (intervención de tres bancos), caída del crédito al sector privado como resultado de los problemas del sistema financiero y caída de la inversión privada por la incertidumbre económica y política prevaleciente.

Asimismo, en este periodo se produjeron importantes reformas al sistema monetario y financiero. Las reformas incluyen: primero, la aprobación de la nueva ley orgánica del Banco de Guatemala, proporcionando claridad en el objetivo fundamental de la política monetaria, autonomía operativa, autonomía económica y financiera y transparencia y rendición de cuentas. Segundo, la aprobación de la Ley de Supervisión Financiera que fortalece las funciones de la Superintendencia de Bancos. Y tercero, se aprobaron la Ley de Libre Negociación de Divisas, Ley de Lavado de Dinero, Ley de Banco y Grupos Financieros y Ley Monetaria, que en

⁶³ Para 1980 ya se había establecido el primer control sobre los flujos de capital, en 1984 se sancionó el "Régimen de Emergencia en las Transferencias Internacionales", el cual implicó un control cambiario más estricto y en 1986 se promulgó la Ley Transitoria del Régimen Cambiario, mediante la cual se oficializaba la devaluación del quetzal a Q 2.5 por un dólar.



conjunto con las otras leyes constituyen la más importante reforma financiera desde 1945.

En el gráfico 2 también se puede apreciar el comportamiento de la tendencia del PIB⁶⁴ y la variabilidad del producto en las distintas etapas. Los resultados reflejan que en el primer subperiodo la brecha entre el PIB observado y su tendencia fue mucho más volátil. El PIB observado creció en promedio 5.4%, en tanto la desviación estándar fue de 2.0 puntos porcentuales. Además, en la etapa de recesión el PIB potencial estuvo siempre por arriba. En el tercer y cuarto subperiodos, la variabilidad del producto se redujo considerablemente (0.7 y 0.8 puntos porcentuales, respectivamente). Este resultado parece indicar que la implementación de las reformas económicas y la adecuada conducción de la política macroeconómica contribuyeron a reducir la volatilidad en el producto nacional y por consiguiente, han permitido alcanzar una economía más estable.

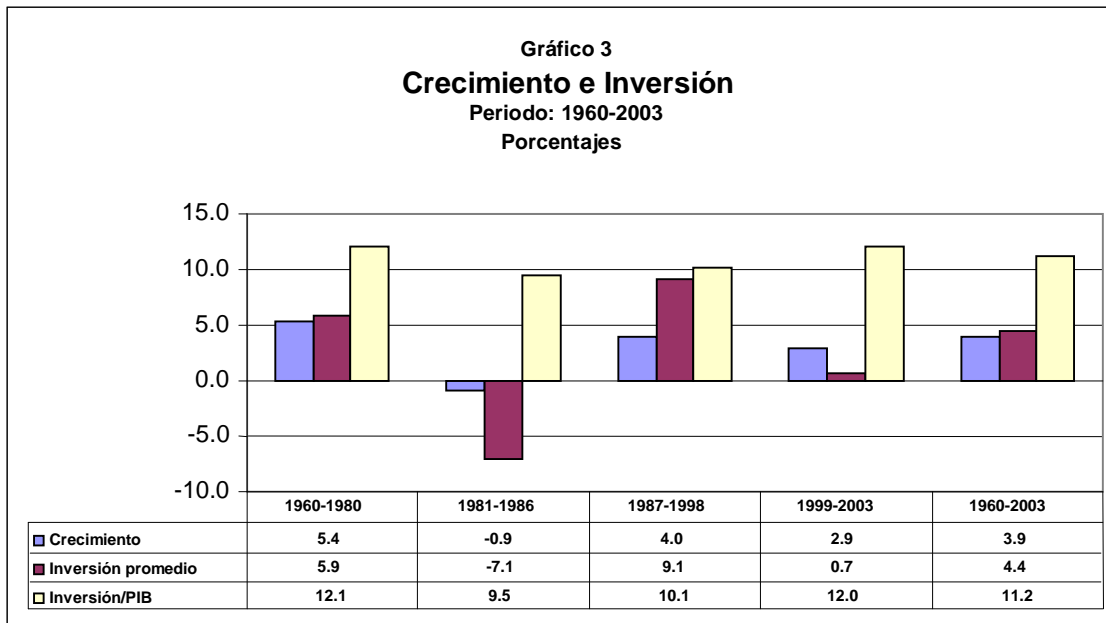
a. Crecimiento e Inversión

Durante los últimos 43 años la economía creció a una tasa promedio de 3.9%, el crecimiento promedio de la inversión fue de 4.4% y la relación inversión/PIB fue en promedio de 11.4%. El crecimiento promedio de la inversión en Guatemala estuvo por arriba de la media de Centro América, pero por debajo del nivel alcanzado por Costa Rica (4.7%).

En el periodo 1960-2003 la correlación simple entre tasas de crecimiento económico e inversión fue del 60%. Al analizar el comportamiento de estas variables por subperiodos, en el gráfico 3 se puede apreciar que la variación promedio de la inversión es mucho más volátil que el crecimiento económico, reflejando la sensibilidad de la inversión a factores económicos y extraeconómicos. Asimismo, cabe destacar que las variaciones del PIB en los subperiodos reflejan el comportamiento de la inversión medida por su variación promedio. Sin embargo, cuando se observa la relación inversión/PIB, esta relación no es consistente en el tiempo. Por ejemplo, la relación en el periodo 1999-2003 (12.0) fue muy parecida a la observada entre 1960 y 1980 (12.1) superior a la observada entre 1987 y 1998 (10.1), lo cual contrasta con el crecimiento alcanzado en esos periodos que fueron de 2.9%, 5.4% y 4% respectivamente. Lo anterior refleja una caída en el retorno de la inversión en los últimos años, lo cual podría estar vinculado a un deterioro en el marco institucional básico⁶⁵ que favorece un mayor retorno de la inversión privada. Kaufmann, Kraay y Zoido-Lobaton (2002) documentan que entre 1997/98 y 2000/01 hubo retrocesos en varios indicadores de gobernabilidad y transparencia (rendición de cuentas democrática, vigencia del estado de derecho y control de la corrupción).

⁶⁴ La tendencia se obtuvo utilizando el filtro de Hodrick- Prescott –HP-. Esta herramienta permite extraer el componente permanente de una serie univariada, que en este caso se podría considerar como el comportamiento de largo plazo del PIB o el comportamiento del PIB potencial. El filtro HP para el PIB se estimó para el periodo 1950-2003, para datos anuales.

⁶⁵ Temple (1999) sugiere que la evidencia empírica sobre crecimiento ha encontrado que el clima institucional y político afecta el retorno de la inversión y por eso la inversión extranjera siempre tiene un mayor retorno que la inversión local, pues la inversión extranjera busca siempre las mejores condiciones para invertir.



b. Importancia relativa de los factores productivos en el crecimiento económico guatemalteco

En esta sección se presentan los resultados de dos ejercicios de contabilidad del crecimiento realizados para Guatemala⁶⁶. Los estudios de contabilidad representan el primer paso para el análisis de los determinantes fundamentales del crecimiento económico. El siguiente paso involucra la relación encadenada entre las fuentes de crecimiento de largo plazo (factores productivos), las proporciones de factores, la productividad de los factores, y factores más amplios de crecimiento con elementos de política de gobierno y estructurales.

En el cuadro 1 se muestran los resultados obtenidos por Bailén (2001) y Loening (2003). En los dos estudios se parte de una función de producción del tipo Cobb-Douglas⁶⁷, para la cual los dos autores utilizan proporciones factoriales del ingreso distintas, pero coinciden en que la proporción del capital es menor en países en desarrollo, por lo cual utilizan 0.2 (Bailén) y 0.33 (Loening) para dicho parámetro. La productividad total de los factores es residual y a ella se asigna la parte del crecimiento que no es explicada por la acumulación de factores productivos; incluye también los cambios en la calidad de los factores, pues los factores no son ajustados por ningún índice de calidad. Asimismo, las estimaciones del stock de capital son distintas, pues a pesar que utilizan el mismo método (inventarios perpetuos), Bailén utiliza una tasa de depreciación del 8% para el capital total y Loening aplica una tasa de depreciación del 5%.

⁶⁶ Loening (2003) y Bailén (2001).

⁶⁷ Suponiendo rendimientos constantes a escala la función se puede expresar así: $Y = A \cdot K^a \cdot L^{1-a}$, donde Y representa el producto, K y L representan el stock de capital y el insumo trabajo respectivamente, A es la productividad total de los factores (PTF) y a representa la proporción del producto generada por el factor capital.



Adicionalmente, los datos del insumo trabajo muestran diferencias, lo cual probablemente se debe a la fuente estadística utilizada y a los encadenamientos que son necesarios para construir la serie de la población económicamente activa.

Cuadro 1
Guatemala: fuentes del crecimiento económico
Función de producción básica

Período	crecimiento promedio	Contribución					
		Capital		Trabajo		PTF	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1960-80	5.4	1.0	1.6	2.2	3.7	2.2	0.1
1981-86	-0.9	0.3	0.5	2.0	-1.1	-3.3	-0.3
1987-98	4.0	0.5	0.9	2.5	1.7	1.0	1.4
1999-02	3.0	0.9	1.5	2.0	1.2	0.1	0.3
1960-02	3.9	0.8	1.2	2.2	2.1	0.9	0.6

(1) Corresponde al estudio realizado por José Bailén (2001), para el período 1950-2000, en el cual se utilizaron los siguientes coeficientes para la función de producción Cobb-Douglas: $\alpha = 0.2$ (capital) y $1-\alpha = 0.8$ (trabajo). Los datos para el 2001 y 2002 fueron actualizados utilizando las tasas de crecimiento del stock de capital y de trabajo reportados en la base de datos de Loening (2003).

(2) Corresponde al estudio realizado por Ludger Loening (2003), para el período 1950-2002, en el cual se utilizaron los siguientes coeficientes para la función de producción Cobb-Douglas: $\alpha = 0.33$ (capital) y $1-\alpha = 0.67$ (trabajo).

Fuente: Bases de datos de Bailén (2001), Loening (2003) y cálculos propios.

Los aspectos que se pueden resaltar del cuadro 1 son los siguientes:

- El trabajo contribuye en más de un 50% en los dos estudios, lo cual es congruente con procesos productivos intensivos en mano de obra y donde el capital es un factor escaso.
- La contribución de la productividad total de los factores descendió notablemente en el periodo 1999-02⁶⁸, comparada con la alcanzada entre 1987 y 1998. Esto está relacionado con la caída en el retorno de la inversión mencionado en la sección anterior.
- Las contribuciones de los factores y de la PTF son altamente sensibles a cambios en los coeficientes utilizados en la función de producción y a las estimaciones de los factores. Sin embargo, reflejan claramente que la variabilidad de la PTF está muy correlacionada con la variabilidad en el producto.

En la misma línea de las estimaciones anteriores, en el cuadro 2 se presentan los resultados obtenidos por Loening (2003) utilizando un índice de calidad del capital y el trabajo, con el cual se ajusta la serie original de cada uno de los factores⁶⁹.

⁶⁸ En promedio fue 7% en los dos trabajos, en tanto que para el periodo 1987-98 fue de 30%.

⁶⁹ Detalles de la metodología pueden verse en Roldos (1997), Morán y Valle (2001) y Loening (2003).



Cuadro 2
Guatemala: fuentes del crecimiento económico
Factores ajustados por calidad

Período	crecimiento promedio	Contribución (1)		
		Capital	Trabajo	PTF neta
1971-80	5.7	1.5	5.0	-0.8
1981-86	-0.9	-0.1	0.1	-1.0
1987-98	4.0	1.0	1.7	1.3
1999-02	3.0	1.3	3.9	-2.1
1971-02	3.5	1.0	2.7	-0.2

(1) Corresponde al estudio realizado por Loening (2003), para el período 1971-2002, en el cual se utilizaron los siguientes coeficientes para la función de producción Cobb-Douglas: $\alpha = 0.33$ (capital) y $1-\alpha = 0.67$. Los factores de la producción fueron ajustados por un índice de calidad del capital y trabajo. Para el capital se utilizó una metodología que permite considerar la rentabilidad relativa de las clases de capital y para el trabajo se utilizaron los salarios relativos reales que permiten aproximar la productividad relativa de los distintos sectores, la metodología es similar a la utilizada por Morán y Valle (2002).

Fuente: Cálculos proporcionados por Loening (2003).

Los resultados anteriores reflejan cambios importantes:

- a) La contribución del factor trabajo se magnifica para todos los periodos analizados, esto por un menor dinamismo en el stock de capital durante los años de mayor conflicto político en el país y una mejora sostenida en el nivel de educación de la población guatemalteca⁷⁰.
- b) La contribución de la PTF fue alta para el periodo 1987-98 (32.5%). Esto puede reflejar mejores condiciones para la inversión en este periodo y el incremento notable que se produjo en las importaciones de bienes de capital que se tradujeron en una economía más eficiente. Sin embargo, en el periodo completo los resultados son poco complacientes⁷¹ con relación a la contribución de la PTF, la cual estaría mostrando una especie de “regresión tecnológica”. Por lo tanto, lo importante es que en los últimos años la PTF ha disminuido y esto está asociado al deterioro en el clima de inversión señalado con anterioridad.
- c) Los resultados a pesar de sus posibles limitaciones reflejan que el crecimiento en entre 1971 y 2002 ha sido resultado más de “transpiración” que de “inspiración”. Es decir, ha sido más importante la acumulación de factores, que el uso eficiente de los mismos.

IV Comentarios finales

En este trabajo se presentó evidencia sobre los principales factores que influyen en el crecimiento. La evidencia sugiere que la relación de los factores directos e indirectos con el crecimiento económico es compleja y en muchos casos es poco clara, lo que hace inferir que solucionar el problema del crecimiento en una economía no es una tarea simple y que no compete únicamente a uno o un

⁷⁰ El promedio de años de escolaridad pasó de 1.7 a 4.8 entre 1960 y 2002.

⁷¹ Según Lodger Loening los resultados de la contribución de la PTF son críticos y quizás lo más importante de resaltar es el incremento en la calidad del trabajo y la mejora en su contribución al producto.



limitado número de factores y actores de la actividad económica. Al contrario, requiere de un esfuerzo conjunto de la sociedad, donde se deben identificar las acciones de corto plazo que permitan acelerar el crecimiento y luego crear un marco institucional sólido y flexible que favorezca la sostenibilidad del crecimiento en el mediano y largo plazo.

La evidencia para la economía guatemalteca sugiere que la contribución del factor trabajo ha sido más importante que la del capital, lo cual es congruente en países en desarrollo. Además, se demuestra que el retorno del capital es bajo cuando el clima institucional y político empeora. En el periodo 1999-02 la productividad total de los factores, la cual refleja la eficiencia conjunta del capital y el trabajo para producir una cantidad de producto dado, disminuyó sustancialmente. Esto hace creer que realizar acciones tendientes a mejorar el clima de la inversión, podría influir favorablemente en el retorno de la inversión y promovería la inversión nacional y extranjera. Esto debería ser acompañado por un proceso de reforma institucional, como la descrita en la estrategia de mediano y largo plazo (sección B.2 del apartado III del documento), lo cual permitiría sostener el crecimiento y la legitimización del mismo, a través de políticas de fortalecimiento de las redes de protección y seguridad social.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Ahn, S. y P. Hemmings (2000): "Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence", OECD Working Paper No. 246.
2. Bailén, José (2001): "Economic Growth in Guatemala". Apéndice I de Revisión del Artículo IV para Guatemala, FMI.
3. Barro, Robert (1999): "Inequality, Growth, and Investment". NBER WP 7038.
4. Bernanke, B. y R. Gürkaynak (2001): "Is Growth Exogenous? Taking Mankw, Romer, and Weil Seriously". NBER, WP 8365, Mimeo (julio).
5. Díaz, Guillermo (1991): "Algunos Métodos para Cuantificar la Fuga de Capitales: El caso de Guatemala para el periodo 1977-1987", Tesis de Licenciatura, Facultad de Ciencias Económicas, USAC, Guatemala.
6. Doppelhofer, G., Miller, R. y Sala-i-Martin, X. (2000): "Determinants of Long-Term Growth: A Bayesian Averaging of Classical Estimates (BACE) Approach". NBER, WP 7750, mimeo (June).
7. Edwards, Sebastián (2000). "La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria". Banco de Guatemala (Julio).
8. Easterly, W. (2003): "National Policies and Economic Growth: A Reappraisal", New York University, Mimeo.
9. Fahnzylber, P. y D. Lederman (1999): "Economic Reforms and Total Productivity Growth en Latin America and the Caribbean, 1950-95: An Empirical Note". World Bank Policy Research Working Paper 2114, Mimeo (mayo).
10. Kaufmann, D. A. Kraay y P. Zoido-Lobaton (2002): "Governance Matters II: Updated Indicators for 2000-01", Working Paper 2772, World Bank.
11. Loening, Ludger (2003): "Human Capital, Productivity and Economic Growth in Guatemala". Ibero-America Institute for Economic Research, University of Goettingen, Mimeo (*Preliminary Draft*).
12. Lora, E. y F. Barrera (1997): "A Decade of Structural Reform in Latin America: Growth, Productivity, and Investment are not what they used to be". IDB, Working Paper Green Series # 350, Mimeo.



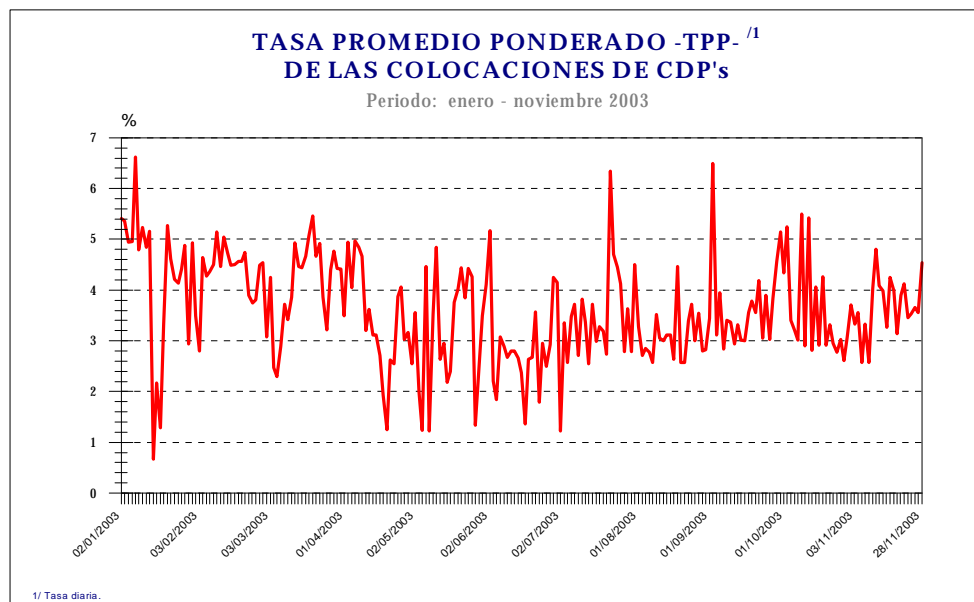
13. Montiel, P. y C. Reinhart (1999): The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s. In Short-Term Capital Movements and Balance of Payments Crises, edited by Stephanie Griffith-Jones and M. Montes, Oxford University Press.
14. Morán, E. y H. Valle. (2001): "Tres Métodos Alternativos de Estimación del PIB Potencial: Una Estimación para Guatemala". Banco de Guatemala, Revista Banca Central No. 40 (enero/abril 2002).
15. Rodrik, D. (2000): "Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them". NBER, WP 7540, Mimeo (febrero).
16. Rodrick (2003): "Growth Strategies", NBER, WP 10050, Mimeo (October).
17. Roldos, Jorge (1997). "Potential Output Growth in Emerging Market Countries: The Case of Chile. International Monetary Fund, Working Paper. Classification Numbers: F43, 047, 054 (Septiembre).
18. Strauss, J. y D. Thomas (1998): "Health, Nutrition, and Economic Development", Journal of Economic Literature, Vol. XXXVI (June 1998) pp. 766-817.
19. Temple, Jonathan (1999): "The New Growth Evidence", JEL V. 37 pp. 112-156.

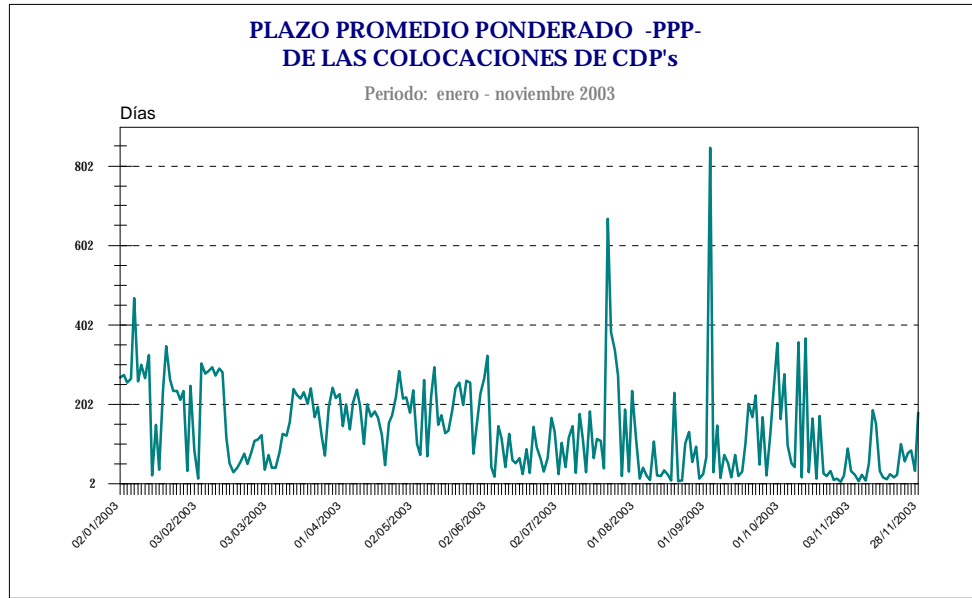


ANEXO 3

TASA PROMEDIO DE PONDERACIÓN FIJA DE LAS COLOCACIONES DE OMAs

El Banco de Guatemala le da seguimiento a la tasa de interés de las Operaciones de Mercado Abierto -OMAs- a través de promedios ponderados por montos, de las tasas de interés correspondientes a los distintos plazos de las colocaciones de Certificados de Depósito a Plazo -CDPs-. Estos promedios se realizan tanto para los saldos como para las colocaciones de tales títulos. En el caso de los saldos, la información que proporciona la tasa de interés promedio ponderado es valiosa y necesaria, puesto que brinda un estimado del costo medio de las colocaciones vigentes en una fecha determinada. En el caso de las colocaciones, la información proporcionada por la tasa de interés promedio ponderado correspondiente también es necesaria y valiosa, pues representa el costo marginal de las OMAs. Sin embargo, si lo que se desea conocer es la **evolución de la tasa de interés como precio de mercado** (y no como costo medio o marginal de la política monetaria), el ponderar por montos las tasas correspondientes a los distintos plazos de las OMAs, periodo a periodo, introduce una distorsión al incorporar los efectos de los cambios en la estructura por plazo de los montos de certificados colocados. Dicha distorsión se debe a que los cambios que ocurren en la estructura por plazos de las colocaciones de CDPs, inducen variaciones en la tasa de interés promedio ponderado de dichas colocaciones, pues los plazos más largos suelen corresponder a tasas de interés más altas; sin embargo, tales variaciones no son causadas por cambios en los niveles de las tasas de interés.

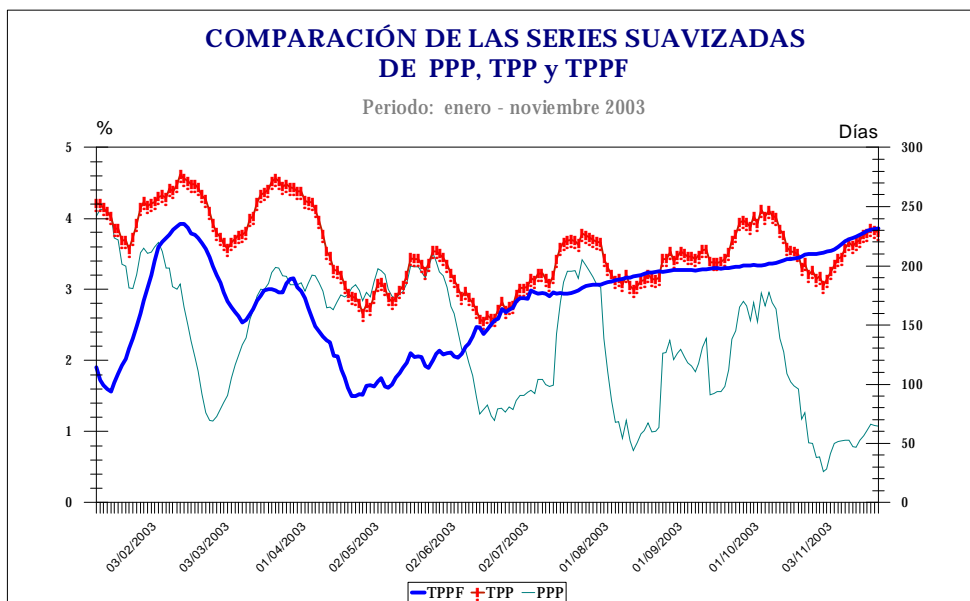
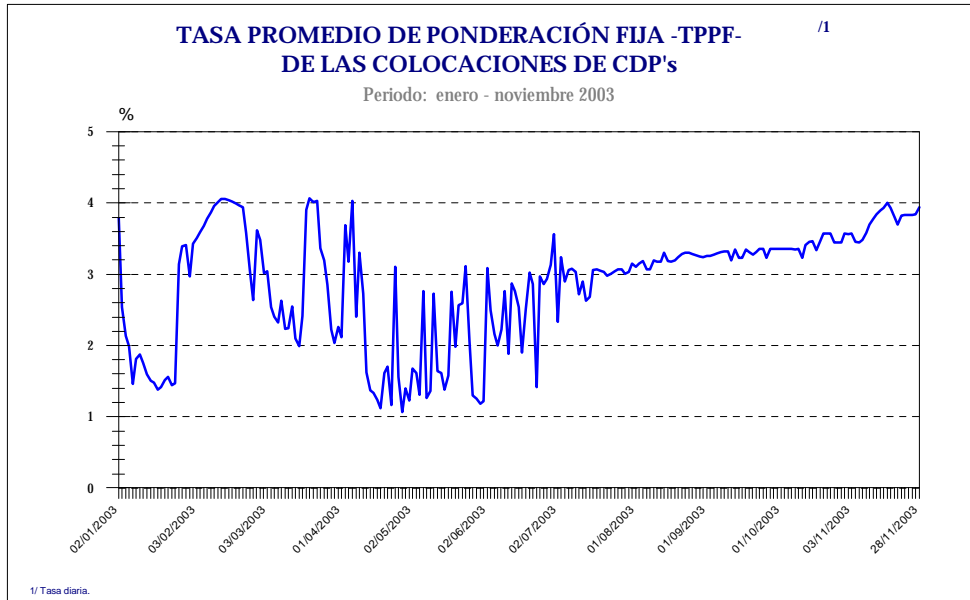




Con el objetivo de eliminar dicha distorsión y para obtener un indicador que muestre la evolución de las tasas de colocación de títulos del Banco de Guatemala, se computó una Tasa Promedio de Ponderación Fija -TPPF- que representa exclusivamente la evolución de la tasa de interés, sin distorsión por cambios en la estructura de montos por plazo. La metodología para el cómputo de esta tasa es la siguiente⁷²: para eliminar la distorsión por cambios en la estructura de montos, se establece el peso relativo por monto de cada uno de los plazos en el periodo en estudio y se fija sistemáticamente para toda la muestra que se está analizando. Fijada la ponderación, persiste el problema de que no existe información de tasas para los plazos en los cuales no se realizaron colocaciones de CDPs en ciertas fechas. Para solventar dicho problema, se estiman los datos faltantes interpolando a través de un “polinomio hermitiano cúbico”, puesto que este tipo de función elige las pendientes de los intervalos estimados de modo que preserven la forma y respeten la monotonidad de la función original. Por último, dado que las observaciones poseen información de mercado valiosa que las estimaciones no poseen, se ajustan los pesos relativos a través de un factor, el cual está diseñado para reducir la ponderación de los plazos con más datos estimados y dejar con un peso relativo más alto aquellos plazos con mayor número de datos observados.

Al aplicar la metodología descrita, se construyó la TPPF de las colocaciones de CDPs del Banco de Guatemala para el periodo enero - noviembre de 2003. Las siguientes gráficas muestran la evolución de dicha tasa y la comparan con la tasa promedio ponderado -TPP- y con el plazo promedio ponderado -PPP- de las colocaciones de CDPs.

⁷² Una descripción completa de la metodología utilizada puede encontrarse en el documento siguiente: Castañeda, Juan Carlos; Catalán, Juan Carlos; Herrera, Oscar L. “Propuesta Metodológica para Medir la Evolución de la Tasa de Interés de las Operaciones de Estabilización Monetaria”, abril 2003, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.



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