

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-1/2006**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
MARZO DE 2006**

Guatemala, abril de 2006

ÍNDICE
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2006

I.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
	Entorno internacional	1
	Entorno interno	2
	Inflación	3
	Ejecución de la política monetaria	6
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	10
A.	SECTOR EXTERNO	10
	1. Persistencia de los altos precios del petróleo	10
	2. La economía mundial	14
	3. Balanza comercial a febrero de 2006	16
	4. Reservas internacionales netas	20
	5. Tipo de cambio nominal	22
B.	SECTOR REAL	23
	1. La actividad económica para 2006	23
C.	SECTOR FISCAL	27
	1. Análisis de la ejecución presupuestaria	27
	2. Deuda pública	29
	a) Interna	29
	b) Externa	30
D.	SECTOR FINANCIERO	30
	1. Liquidez bancaria	30
	a) En moneda nacional	30
	b) En moneda extranjera	32
	2. Fortalecimiento del sistema financiero nacional	33
	a) Fortalecimiento del sistema bancario	33
	b) Reforma complementaria	34
	3. Fuentes y usos de fondos	36

4.	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	38
a)	Captaciones	38
b)	Crédito al sector privado	39
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	40
A.	META DE INFLACIÓN	40
1.	Índice de Precios al Consumidor -IPC-	40
2.	Inflación subyacente	44
3.	Inflación importada	45
4.	Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2006 y de 2007	47
a)	Método 1	47
b)	Método 2	48
5.	Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural	50
a)	Diagrama de abanico	50
b)	Balance de riesgos	52
B.	TASAS DE INTERÉS	53
1.	De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-	53
a)	En moneda nacional	53
b)	En moneda extranjera	58
2.	Curva de rendimiento	59
3.	Tasa parámetro	62
4.	Competitividad externa de la tasa de interés pasiva doméstica	63
5.	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	65
a)	En moneda nacional	65
b)	En moneda extranjera	66
C.	EMISIÓN MONETARIA Y PROGRAMA MONETARIO	68
1.	Monetización externa	69
2.	Activos internos netos	70
a)	Posición con el sector público	70
b)	Posición con bancos y financieras	70

c)	Gastos y productos	71
d)	Operaciones de estabilización monetaria	71
D.	MEDIOS DE PAGO	71
E.	CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	73
1.	Tasa de crecimiento	73
2.	Cartera crediticia por actividad económica	74
a)	Crédito concedido al sector consumo, transferencias y otros	76
b)	Crédito concedido al sector comercio	77
c)	Crédito concedido al sector industria	77
d)	Crédito concedido al sector construcción	78
e)	Evolución de la cartera crediticia por actividad económica	79
3.	Calidad de la cartera crediticia	80
4.	Préstamos nuevos	81
F.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	84
G.	EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	85
H.	ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-	86
IV.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA: REVISIÓN DE SU FORMA DE CÁLCULO E INTERPRETACIÓN	87
A.	INTRODUCCIÓN	87
B.	VARIABLES INDICATIVAS RELACIONADAS CON LA INFLACIÓN	88
C.	TASA PARÁMETRO	90
D.	CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	91
E.	MEDIOS DE PAGO	93
F.	BASE MONETARIA	94
G.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL -MMS-	96
H.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	97

V.	AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO Y ANALÍTICO DE LA POLÍTICA MONETARIA	98
A.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO	98
B.	EFFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA -CDPs A 7 DÍAS-	102
C.	SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL -LBTR-	105
D.	EXPEDICIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO	109
E.	TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	109
F.	ACCIONES PENDIENTES	111
	1. De las operaciones de estabilización monetaria	111
	2. Del Modelo Macroeconómico Semiestructural	112
	3. De la regla cambiaria	112
VI.	CONCLUSIONES	115
A.	PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES	115
B.	PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO	116
C.	EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	117
VII.	RECOMENDACIONES	117
	ANEXOS	120

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2006

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

La Junta Monetaria, en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, diseñada para continuar con el proceso de adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación, con el fin de consolidar la estabilidad en el nivel general de precios. En este sentido, el objetivo fundamental de la referida política se especificó como una meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2006 y de 5% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2007.

La implementación de la política monetaria en 2006 es consistente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema integral de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de la economía y se consolida con la implementación de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones del mercado), así como con el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central.

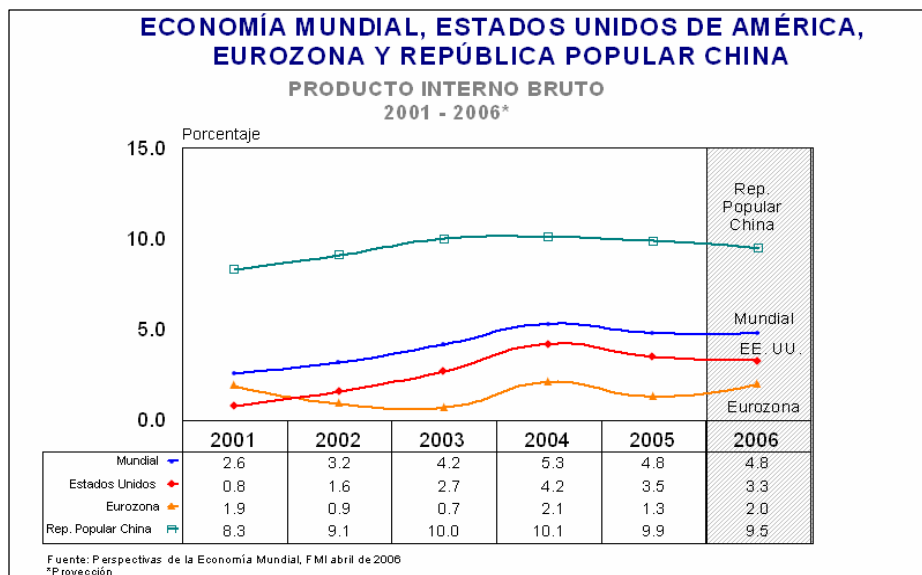
En el contexto descrito, la tasa interanual de inflación se desaceleró durante el primer trimestre del año, al pasar de 8.57% en diciembre de 2005 a 7.28% en marzo de 2006.

Entorno internacional. En el primer trimestre del año el comportamiento en el precio internacional del petróleo ha mostrado cierta volatilidad derivada, principalmente, de las tensiones políticas registradas tanto en Nigeria (país que suministra aproximadamente un 8% de la oferta mundial del crudo), como en torno al programa nuclear de Irán (país que abastece alrededor de un 13% de la referida oferta). Los expertos internacionales en la materia estiman que las actuales condiciones del mercado petrolero mundial (escenario base) no permiten prever que los precios internacionales del crudo puedan registrar una reducción significativa. Por su parte, en un escenario pesimista estiman que los precios difícilmente podrían permanecer por debajo de US\$70.00 por barril si llegara a producirse un evento importante que provocara la suspensión en las exportaciones de crudo de Nigeria o Irán. Adicionalmente, consideran que un



escenario de precios bajos (escenario optimista) podría presentarse como resultado del mantenimiento del nivel de los inventarios de crudo (particularmente en los Estados Unidos de América), del debilitamiento de la demanda de petróleo por parte de Estados Unidos de América y de la República Popular China (como resultado de una recesión o de una rápida desaceleración de sus economías), del otorgamiento de concesiones a los rebeldes en Nigeria que permitan una distensión entre las partes y de una pronta solución al conflicto originado por el programa nuclear de Irán.

Por otra parte, en 2006 se estima que la economía mundial crezca 4.8%, porcentaje igual al proyectado para 2005, lo que representa un alto dinamismo de la economía global. Dicho comportamiento se sustenta, fundamentalmente, en la evolución prevista del crecimiento económico de los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país, que se prevé que registre una tasa de crecimiento económico de 3.3%, así como en el dinámico comportamiento proyectado de la economía de la República Popular China, la cual, no obstante las medidas de restricción macroeconómica implementadas en 2005, continúa registrando un importante crecimiento, que se estima en 9.5% para 2006.



Entorno interno. A nivel interno ha sido importante el apoyo brindado por la política fiscal a la política monetaria, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado; el

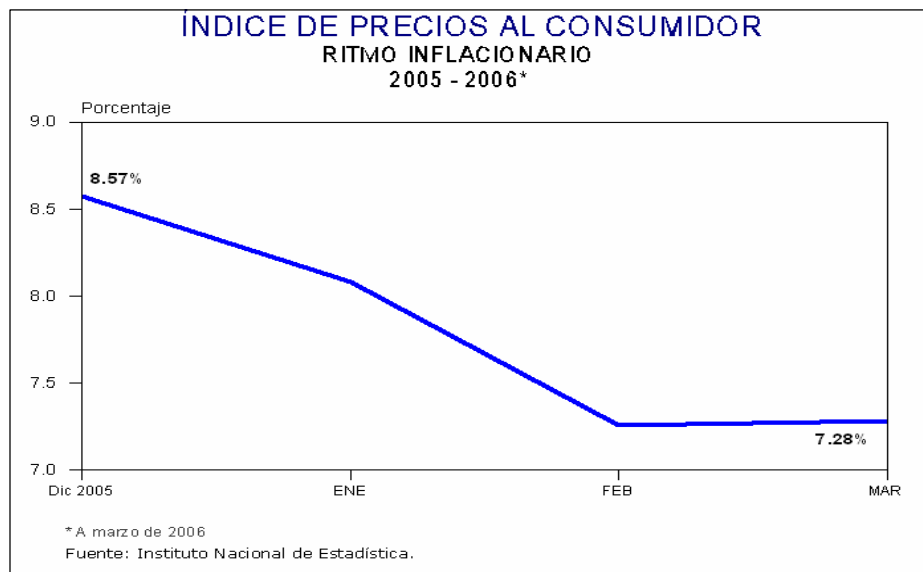


comportamiento desmonetizante del resto del sector público reflejado en un aumento de los depósitos a plazo en el Banco de Guatemala; y, la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada del citado comportamiento de la economía global y de la consolidación de la gestión gubernamental, entre otros factores.

Entre otros aspectos, conviene mencionar que el mantenimiento de la disciplina fiscal es fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica, así como para crear un ambiente de certidumbre y confianza, en el que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional.

En el contexto descrito, cabe hacer hincapié en el hecho de que recientemente la calificadora internacional de riesgo *Fitch* asignó a Guatemala una calificación de riesgo soberano de BB+. De acuerdo a dicha entidad, la calificación está respaldada, entre otros aspectos, por los bajos niveles de deuda externa del país, por el historial de disciplina fiscal e inflación moderada, por un sólido récord de pago de la deuda comercial, por el fortalecimiento del sistema bancario y por la recuperación de la inversión y el consumo (véase Anexo 1).

Inflación. Durante el primer trimestre de 2006 el ritmo inflacionario, en el marco de la ejecución de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, se desaceleró 1.29 puntos porcentuales, al pasar de 8.57% en diciembre de 2005 a 7.28% en marzo de 2006, como se ilustra en la gráfica siguiente.

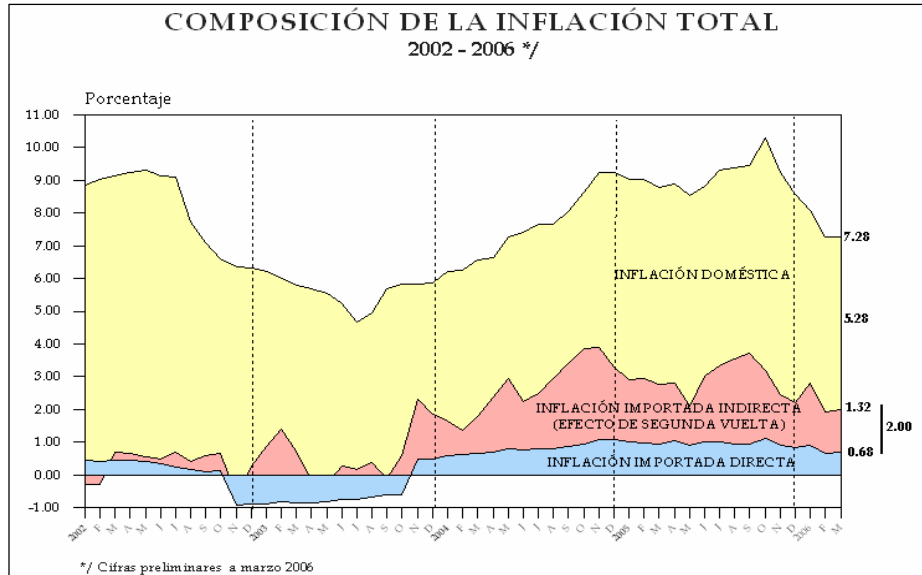




Dicho comportamiento se asocia, básicamente, al hecho de que los precios de los derivados del petróleo en Guatemala dejaron de aumentar y al efecto rezagado proveniente del incremento sostenido en la tasa de interés líder de la política monetaria en 2005. Al respecto, un análisis econométrico reciente realizado por los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala, indica que para los niveles inflacionarios de los últimos dos años, un incremento de 1% en la tasa de interés líder de la política monetaria, reduce en 0.34% el ritmo inflacionario, con un rezago de seis meses¹.

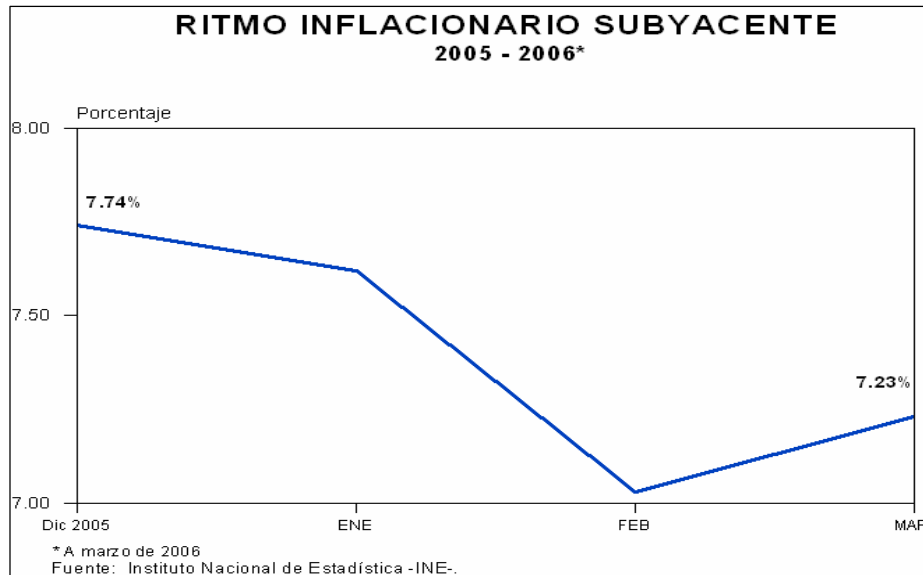
Como consecuencia del comportamiento del precio internacional del petróleo, la inflación importada se desaceleró 0.21 puntos porcentuales, al pasar de 2.21 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 2.00 puntos porcentuales en marzo de 2006, lo que, aunado a una desaceleración de 1.08 puntos porcentuales en la inflación doméstica en el mismo período, explica, como se indicó, la disminución de 1.29 puntos porcentuales en el ritmo inflacionario. A marzo de 2006, del ritmo inflacionario de 7.28%, 2.00 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada, en tanto que 5.28 puntos porcentuales obedecieron a la inflación doméstica. Es importante enfatizar que, si bien la inflación tiene un importante componente exógeno, de naturaleza importada, ante el cual la política monetaria no puede influir sin distorsionar en el corto plazo la actividad real, ésta sí puede tener incidencia sobre la inflación doméstica, la cual todavía presenta un nivel de 5.28%, como se ilustra en la gráfica siguiente.

¹ El modelo utilizado para la estimación econométrica incluye una serie mensual de enero de 2004 a febrero de 2006 y se especificó mediante una regresión simple de la manera siguiente: Ritmo inflacionario = $\beta_0 + \beta_1$ (tasa de interés líder_{t-6}), donde β_0 = intercepto y β_1 = pendiente. El término de error fue modelado mediante un proceso de medias móviles de orden 12.



La última proyección econométrica realizada por los referidos cuerpos técnicos del Banco Central, que incorpora el comportamiento reciente del precio internacional del petróleo en el primer trimestre del año, indica que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 6.71%.

Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente, como se aprecia en la gráfica siguiente, también mostró una tendencia a la desaceleración, al pasar de 7.74% en diciembre de 2005 a 7.23% en marzo de 2006 (una disminución de 0.51 puntos porcentuales), lo que denota, como se indicó, que los ajustes en la tasa de interés líder de las operaciones de estabilización monetaria aplicados en 2005, apoyados por la disciplina fiscal, han incidido positivamente en el comportamiento de dicha variable.



Ejecución de la Política Monetaria. Durante el primer trimestre de 2006, la gestión de la política monetaria se enfocó en continuar con el proceso de adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación y, como parte de ello, en moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

En ese contexto, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente indica que las decisiones en materia de tasa de interés líder de la política monetaria serán adoptadas por la Junta Monetaria una vez al mes conforme un calendario anual de reuniones, tomando como base el análisis que para el efecto realice el Comité de Ejecución, en función del Sistema de Pronósticos y Análisis de la Política Monetaria y del seguimiento de las variables indicativas de dicha política.

A continuación se presenta un resumen de los principales factores que la Junta Monetaria tomó en consideración para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria durante el primer trimestre del año.

En cuanto a la decisión de enero de 2006, la Junta Monetaria en su sesión correspondiente al mes indicado, tomando en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación de dicho mes y la orientación de las variables indicativas, de manera unánime decidió mantener



en 4.25% la tasa de interés líder de la política monetaria, destacando, entre otros, los aspectos siguientes:

- La desaceleración de la inflación ocurrida en diciembre de 2005, que permitió que el ritmo inflacionario se redujera a 8.57%, luego de registrar un nivel de 10.29% en octubre de dicho año. En ese sentido, la Junta Monetaria, como se indicó, decidió mantener invariable la tasa de interés líder y esperar a observar el comportamiento de la inflación de enero de 2006, lo que permitiría verificar si se mantendría la tendencia de desaceleración de la inflación observada hasta diciembre de 2005, dado que era previsible que en los meses subsiguientes dicha tendencia se consolidara.
- Algunas variables indicativas brindaban señales contradictorias, por ejemplo, el nivel de la inflación esperada aconsejaría restringir la política monetaria, pero su tendencia, de mantenerse en enero, estaría sugiriendo lo contrario; igualmente sucedía con las expectativas de inflación de analistas privados, así como con el comportamiento de los precios del petróleo versus el comportamiento de los precios de los combustibles, especialmente del diesel.
- El tipo de cambio nominal había observado un marcado comportamiento a la apreciación a partir de la segunda semana de enero, situación que, de llegarse a acentuar o de mantenerse por un tiempo prolongado, influiría sobre algunas variables indicativas, como el índice de condiciones monetarias y la tasa parámetro, en el sentido de que las mismas podrían llegar a sugerir una política neutral o, incluso, relajada.
- La Reserva Federal de los Estados Unidos de América, el 31 de enero de 2006, tomaría la decisión respecto a su tasa de interés objetivo, por lo que se consideró conveniente monitorear la evolución de las tasas de interés en los mercados internacionales asociada a dicha decisión.
- Un aumento en la tasa de interés líder estaría generando un mayor ingreso de divisas al país, lo que podría exacerbar las expectativas de los agentes económicos en cuanto a la evolución del tipo de cambio



nominal, aspecto que induciría al Banco Central a adquirir divisas en el mercado cambiario con el fin de reducir la volatilidad de esta variable.

En lo que concierne a la decisión de febrero de 2006, la Junta Monetaria tomó en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación de dicho mes, la orientación de las variables indicativas y, además, los resultados del primer corrimiento del modelo macroeconómico semiestructural. Con esa base, de manera unánime decidió mantener en 4.25% la tasa de interés líder de la política monetaria, destacando, entre otros, los aspectos siguientes:

- La reducción significativa del ritmo inflacionario registrada en diciembre de 2005 y en enero de 2006, lo cual permitía proyectar, según los modelos econométricos de corto plazo, una inflación muy cercana a la meta, por lo que habría que esperar a conocer el comportamiento de la inflación de febrero.
- Que la desaceleración de la inflación observada en enero también se reflejaba en la opinión del panel de analistas privados, ya que en los resultados de la encuesta más reciente se confirmaba que, en su opinión, se podría mantener la referida desaceleración.
- Que algunas variables a las que se les da seguimiento periódico (crédito bancario al sector privado y medios de pago -oferta de dinero-) estaban dentro de los márgenes de tolerancia esperados.
- El comportamiento del precio internacional del petróleo que hacía previsible que se mantuvieran las expectativas en relación a que los precios de las gasolinas permanezcan en los niveles observados en febrero, con alguna posibilidad de descenso en el futuro.
- El resultado positivo de las finanzas públicas a enero, el cual mostraba un incremento en la recaudación tributaria; aspecto que constituye un apoyo importante de la política fiscal a la política monetaria, lo que coadyuva a fortalecer las expectativas de los agentes económicos.
- La brecha entre el valor central de la tasa parámetro y el nivel de la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días, se reducía cada vez más, de manera que dicho valor de la tasa parámetro podría ser un



indicador de lo que se denomina tasa neutral de interés, que es el nivel de la tasa de interés en el que no existen presiones inflacionarias ni deflacionarias, razón por la cual se consideró que no era necesario hacer ajustes adicionales en la tasa de interés líder de la política monetaria.

En lo relativo a la decisión de marzo de 2006, dos miembros de la Junta Monetaria fueron de la opinión de aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria a 4.50%, en tanto que los restantes seis miembros respaldaron la posición de mantener invariable dicha tasa, por lo que, por mayoría de sus miembros, la Junta Monetaria mantuvo la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.25%, destacando, entre otros, los aspectos siguientes:

- La reducción significativa del ritmo inflacionario registrada en diciembre de 2005, en enero y en febrero de 2006, lo cual permitía proyectar, según los modelos econométricos de corto plazo, una inflación muy cercana a la meta.
- La reducción de la inflación subyacente en febrero de 2006, aspecto que permitía inferir que las medidas de política monetaria adoptadas con anterioridad, dado el rezago con que dichas medidas afectan el nivel general de precios, podrían estar generando los efectos deseados, en virtud de que la inflación subyacente tiene una relación estrecha con factores monetarios.
- El comportamiento del precio internacional del petróleo que hacía previsible que se mantuvieran las expectativas en relación a que los precios de las gasolinas permanezcan en los niveles cercanos a los observados en marzo.
- Que algunas variables a las que se les da seguimiento periódico (crédito bancario al sector privado y medios de pago -oferta de dinero-) estaban dentro de los márgenes de tolerancia esperados.

Por último, vale la pena destacar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando los esfuerzos para consolidar la estabilidad macroeconómica, ya que ésta contribuye a crear un ambiente de



certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de inversión, consumo y ahorro, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y el desarrollo económico ordenado de la economía nacional.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

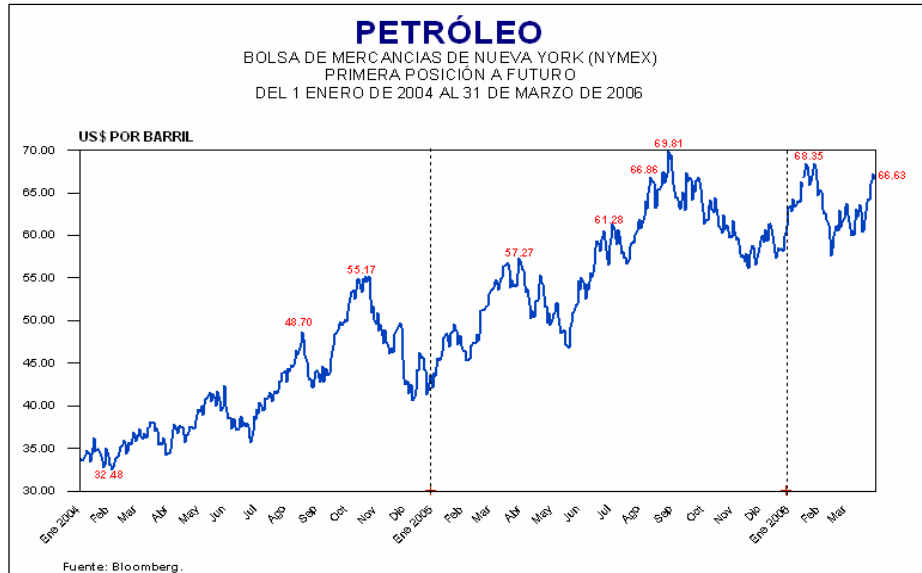
1. Persistencia de los altos precios del petróleo

En las actuales circunstancias, el principal riesgo inflacionario para los países que, como Guatemala, son importadores netos de petróleo, es la incertidumbre en cuanto a la evolución del precio del crudo en el mercado internacional.

Durante el primer trimestre de 2006, el precio internacional del petróleo volvió a incrementarse, hasta alcanzar US\$68.35 por barril el 30 de enero, precio cercano al récord histórico registrado el año previo (US\$69.81 por barril)². En efecto, en el citado período el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$63.18, superior al promedio observado en igual período de 2005 (US\$49.84). Es pertinente indicar que el referido comportamiento al alza en el precio internacional del petróleo, además de estar incidiendo en el comportamiento de la inflación mundial ha provocado un aumento en la liquidez internacional, particularmente en los países del área del Golfo Pérsico (en Anexo 2 se presenta un análisis sobre el tema).

A continuación se ilustra el comportamiento del precio internacional del petróleo de enero de 2004 a marzo de 2006.

² El 30 de agosto de 2005 el precio internacional del crudo alcanzó su nivel récord, como consecuencia del desabastecimiento provocado por los huracanes *Katrina* y *Rita*, al dañar las instalaciones petroleras ubicadas en el Golfo de México.



En un escenario base, como se indicó, que supone que el precio internacional del barril de petróleo se mantenga en niveles alrededor de US\$60.00 por barril para 2006 y de US\$59.00 por barril para 2007, se esperaría, de acuerdo con las proyecciones econométricas de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 se sitúe en 6.71% y para diciembre de 2007 en 6.57%³.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando cierta volatilidad, debido a la sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional⁴ ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, entre la oferta y la demanda, e indica que para que el comportamiento volátil del precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diariamente. Al respecto, *Global Insight*, empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado del petróleo, señala que actualmente la oferta mundial de crudo se sitúa en 85.33 millones de barriles diarios, en tanto que la demanda se sitúa en 84.74 millones de barriles diarios, lo que da como resultado una brecha de 0.59 millones de barriles diarios, como se presenta en el cuadro siguiente:

³ Escenario pasivo, que no incluye medidas correctivas de política monetaria.

⁴ Oil Market Developments and Issues, FMI, marzo de 2005.



PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO
Millones de barriles diarios

		2004	2005	2006 /p
OFERTA	MIEMBROS OPEP 1/	32.97	34.00	34.34
	NO MIEMBROS OPEP	50.10	50.10	50.99
	TOTAL OFERTA	83.07	84.10	85.33
DEMANDA	OECD 2/	49.49	49.63	50.11
	RESTO DEL MUNDO	32.74	33.62	34.63
	TOTAL DEMANDA	82.23	83.25	84.74
BALANCE GLOBAL		0.84	0.85	0.59

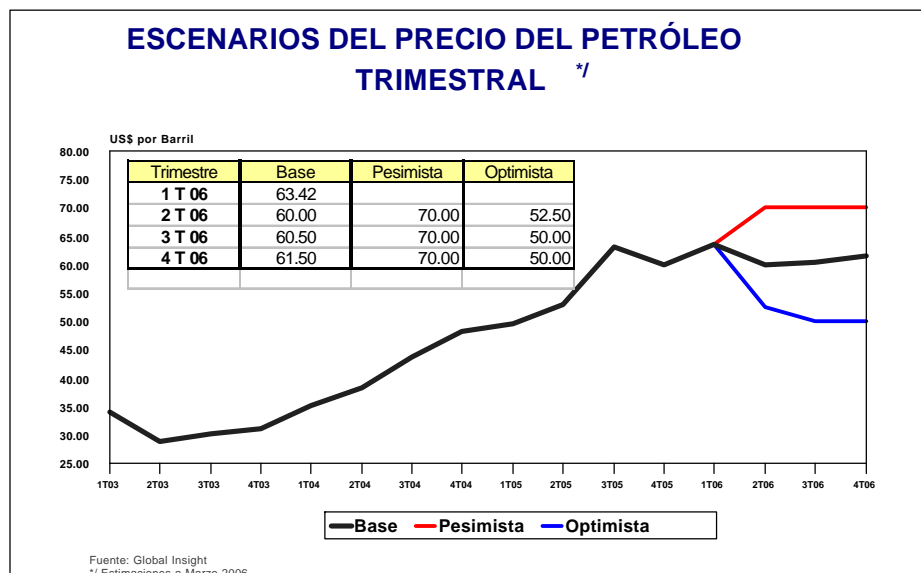
p/ cifras proyectadas

1/ Organización de Países Exportadores de Petróleo (11 países productores)

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

Fuente: Global Insight (Marzo 2006)

Tomando en cuenta lo anterior, no debería descartarse que la ocurrencia de eventos exógenos pueda cambiar el escenario base mencionado. Por ejemplo, como se ilustra en la gráfica siguiente, *Global Insight* considera que si no se produce ninguna acción destinada a detener el programa de investigación nuclear de Irán, el precio del barril de petróleo podría reducirse a US\$50.00 (escenario optimista); en contraste, si surgiera un choque de oferta, como sería la suspensión de las exportaciones de Nigeria a causa de su inestabilidad política interna o de las de Irán, derivado de una decisión de la Organización de Naciones Unidas -ONU- o de los países interesados en detener su programa nuclear, entonces el precio podría situarse en alrededor de US\$70.00 por barril (escenario pesimista).





RECUADRO 1 ESCENARIOS DEL MERCADO PETROLERO ¹

ESCENARIO BASE

En reuniones celebradas el 31 de enero y el 8 de marzo de 2006, la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, acordó mantener la producción de crudo en los niveles actuales (28.0 millones de barriles diarios), debido, por una parte, a que la violencia política en Nigeria provocó una merma de 556.0 miles de barriles diarios en su producción y, por la otra, a la posibilidad de una intervención de la ONU en Irán, a raíz de su programa de investigación nuclear, lo que ha influido en que el precio del crudo permanezca por encima de US\$60.00 por barril.

En ese sentido, las actuales condiciones del mercado petrolero mundial no permiten prever que los precios internacionales del crudo puedan registrar una reducción significativa; en todo caso, en la próxima reunión de la OPEP, a realizarse en Venezuela el 1 de junio del presente año, se revisará el nivel de cuotas de producción de sus miembros.

ESCENARIO PESIMISTA

Un escenario de precios altos podría ocurrir como consecuencia de que suceda uno o varios de los eventos que se citan a continuación:

- ✓ Tensiones geopolíticas, especialmente relacionadas con Irán y su programa de investigación nuclear.
- ✓ Nuevos ataques terroristas y tensiones políticas en el Medio Oriente.
- ✓ Nuevos daños provocados por huracanes a las instalaciones petroleras en el Golfo de México.
- ✓ Interrupciones de importancia en la producción de Nigeria e Irak.
- ✓ Mayor demanda por parte de la República Popular China.
- ✓ Falta de respuesta de los países miembros de la OPEP ante incrementos a la producción acordados por ésta.
- ✓ Interrupciones y retrasos en los incrementos a la producción planificados por países no miembros de la OPEP.
- ✓ Expectativas negativas con respecto al suministro de gasolina o de diesel en el mercado de los Estados Unidos de América.
- ✓ Nuevas presiones al alza por parte de los agentes financieros que invierten en el mercado del crudo.

En el contexto descrito, se estima que los precios internacionales del crudo podrían situarse en alrededor de US\$70.00 el barril.

ESCENARIO OPTIMISTA

Un escenario de precios bajos podría presentarse como resultado de los acontecimientos siguientes:

- ✓ Incrementos en el nivel de los inventarios del crudo, particularmente en los Estados Unidos de América.
- ✓ Debilitamiento de la demanda de petróleo por parte de los Estados Unidos de América y la República Popular China, como resultado de una recesión o de una rápida desaceleración de sus economías.
- ✓ El otorgamiento de concesiones a los rebeldes en Nigeria, que permitieran un debilitamiento de las tensiones entre las partes.
- ✓ Una pronta solución al conflicto originado por el programa de investigación nuclear de Irán.

Este escenario prevé que los precios internacionales del crudo podrían ubicarse en alrededor de US\$50.00 por barril.

¹ Fuente: *Global Insight*.



2. La economía mundial

Según el FMI⁵, el crecimiento mundial sigue excediendo las expectativas, no obstante los altos precios del petróleo y los desastres naturales ocurridos. Dicho crecimiento se ha sustentado en el impulso de las condiciones favorables de los mercados financieros internacionales y la continuidad de políticas macroeconómicas acomodaticias. En ese sentido, las expectativas para 2006 prevén la continuidad de un crecimiento económico significativo de aproximadamente 4.8%, tasa similar a la registrada en 2005, a pesar de la presencia de riesgos latentes que podrían incidir en el referido crecimiento, tanto por las principales vulnerabilidades del entorno internacional como por el notable aumento de los desequilibrios globales (en Anexo 3 se presenta con mayor detalle las perspectivas económicas internacionales para 2006).

Desde una perspectiva regional, la expansión del crecimiento económico presenta una base más sólida en relación a 2005. En efecto, los Estados Unidos de América continúa siendo el principal motor del crecimiento, en tanto que Japón presenta una expansión económica vigorosa y el área del euro muestra signos de una recuperación sostenida. De igual manera, en los mercados emergentes y en los países en desarrollo, el crecimiento permanece sólido, inducido por la expansión económica de la República Popular China, de India y de Rusia.

En ese contexto, el FMI indica que persisten riesgos que amenazan el crecimiento económico mundial, entre ellos:

- i) Los altos y volátiles precios del petróleo, los cuales continúan por arriba de lo estimado por dicho organismo para los próximos tres años;
- ii) El alto déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América, toda vez que éste continúa incrementándose;
- iii) El impacto de los *shocks* provenientes del aumento del precio del petróleo en el mercado internacional, podría estarse percibiendo como un fenómeno temporal por parte de los agentes económicos y no permanente como lo estima el FMI, aspecto que incidiría negativamente en las decisiones de producción y de consumo de tales agentes;

⁵ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2006.



iv) La incertidumbre geopolítica en el Medio Oriente, en virtud de que ésta contribuye a elevar el riesgo de que el precio del petróleo aumente a mediados de 2006; y,

v) La depreciación del dólar de los Estados Unidos de América podría incidir en que los acreedores internacionales reduzcan sus tenencias netas en activos denominados en esa moneda, aspecto que podría acelerar la citada depreciación.

Según el FMI, la actividad económica mundial, como se indicó, crecerá alrededor de 4.8% en 2006, porcentaje similar al registrado en 2005. Asimismo, dicho organismo proyecta que el volumen de comercio de bienes y servicios se incrementará en 8.0%, porcentaje superior al observado en 2005 (7.4%). Las estimaciones anteriores se sustentan en el crecimiento económico que se prevé para los Estados Unidos de América (3.3%), apoyado por sólidas ganancias corporativas y por condiciones financieras favorables para las inversiones; para la República Popular China (9.5%) e India (7.3%), impulsados por una fuerte demanda doméstica y, en el caso particular de la República Popular China, como reflejo de los resultados positivos y crecientes de su balanza comercial.

Para 2006, las expectativas inflacionarias permanecen moderadas, lo que ha generado argumentos en torno a que la baja inflación podría reflejar, en parte, presiones deflacionarias derivadas de la globalización. En efecto, se estima que para 2006 la inflación permanezca estable, dado que los pronósticos de inflación en Japón, en Inglaterra, en el área del euro y en Canadá, se sitúan en alrededor de 2%.

En el contexto descrito, destaca la finalización de un período de ocho años consecutivos de presiones deflacionarias en Japón, donde se proyecta que la inflación será de 0.3% en 2006.



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2004, 2005 Y EXPECTATIVAS PARA 2006
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONOMICO	2004	2005	2006
Economía mundial	5.3	4.8	4.8
Economías avanzadas	3.3	2.7	2.9
Estados Unidos de América	4.2	3.5	3.3
Canadá	2.9	2.9	3.1
Área del euro	2.1	1.3	2.0
Japón	2.3	2.8	2.8
Economías emergentes de Asia ^{1/}	8.9	8.6	8.2
República Popular China	10.1	9.9	9.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	7.7	7.1	6.9
África	5.5	5.0	5.7
Medio Oriente	5.5	5.9	5.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.6	4.4	4.3
Argentina	9.0	9.1	7.2
Brasil	4.9	2.6	3.5
Uruguay	12.3	6.0	4.0
Chile	6.1	6.3	5.6
México	4.2	3.0	3.5
Venezuela	17.9	9.4	6.0
Costa Rica	4.2	3.2	2.7
El Salvador	1.5	2.8	3.5
Guatemala	2.7	3.2	4.1
Honduras	4.6	4.2	4.3
Nicaragua	5.1	4.0	3.7
Europa Central y del Este	6.5	4.8	5.0
Comunidad de Estados Independientes	8.4	6.5	5.9
INFLACION			
Economías avanzadas	2.0	2.3	2.3
Estados Unidos de América	2.7	3.4	3.2
Canadá	1.8	2.2	2.2
Área del euro	2.1	2.2	2.0
Japón	0.0	-0.3	0.3
Mercados emergentes y países en desarrollo	5.7	5.4	5.5
África	8.1	8.5	9.1
Medio Oriente	8.4	8.5	8.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.5	6.3	5.8
Costa Rica	12.3	12.6	9.5
El Salvador	5.4	4.0	4.0
Guatemala	7.6	9.1	6.9
Honduras	8.1	8.8	6.8
Nicaragua	9.3	9.6	7.3
Economías emergentes de Asia ^{1/}	4.2	3.6	4.1
República Popular China	3.9	1.8	2.0
Países de Europa Central y del Este	6.1	4.8	4.3
Países de la Comunidad de Estados Independientes	10.3	12.3	10.6

^{1/} Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

FUENTE: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2006

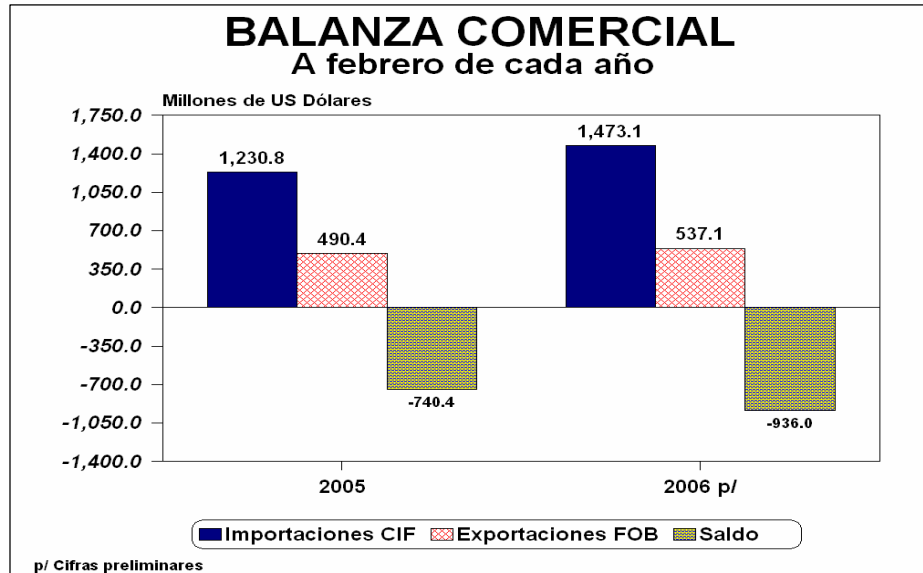
3. Balanza comercial a febrero de 2006

La balanza comercial⁶, a febrero de 2006, registró un saldo deficitario de US\$936.0 millones, superior en US\$195.6 millones (26.4%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo. Este resultado

⁶ Las cifras presentadas corresponden al criterio de balanza de pagos.



estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 9.5% en el valor de las exportaciones FOB (13.1% a febrero de 2005), al pasar de US\$490.4 millones en febrero de 2005 a US\$537.1 millones a febrero de 2006 y, por la otra, por el crecimiento de 19.7% en el valor de las importaciones CIF (9.2% a febrero de 2005), al pasar de US\$1,230.8 millones en febrero de 2005 a US\$1,473.1 millones a febrero de 2006.



El valor de las exportaciones de café se situó en US\$63.8 millones, monto superior en US\$1.1 millones (1.8%) en relación a febrero de 2005, lo que se explica por un incremento de 8.6% en el precio medio de exportación, ya que el volumen exportado registró una disminución de 6.3%. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$93.63 en febrero de 2005 a US\$101.68 en igual fecha de 2006. Dicho comportamiento se asocia, según la Organización Internacional del Café -OIC-, a la caída en la oferta mundial del grano, debido a la reducción en la producción de Vietnam, como resultado de las fuertes lluvias e inundaciones en las plantaciones de café de ese país. Por su parte, el volumen exportado en quintales disminuyó, al pasar de 669.7 miles a febrero de 2005 a 627.5 miles en igual mes de 2006.

El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$57.6 millones, monto superior en US\$19.5 millones (51.2%) en relación al registrado a febrero de 2005, como resultado tanto de un aumento de 18.9% en el precio medio de



exportación y de 27.2% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$7.57 en febrero de 2005 a US\$9.00 en igual mes de 2006. Dicho comportamiento, según la Organización Internacional del Azúcar -OIA-, obedece a la mayor demanda de caña de azúcar para la producción de etanol, especialmente por parte de Brasil, principal productor a nivel mundial.

Por su parte, el volumen exportado en quintales, se incrementó en 27.2%, al pasar de 5,031.5 miles en febrero de 2005 a 6,399.4 miles en igual mes de 2006.

En lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$27.9 millones, monto superior en US\$3.9 millones (16.3%) al registrado a febrero de 2005. Dicho resultado obedeció al incremento de 408.8 miles de quintales (17.7%) en el volumen exportado, contrarrestado en parte por la disminución de 1.3% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.40 en febrero de 2005 a US\$10.27 en febrero de 2006.

El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$20.2 millones, monto superior en US\$5.1 millones (33.8%) al observado a febrero de 2005. Este resultado se explica, por un lado, por el aumento de 8.6% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$102.00 en febrero de 2005 a US\$110.78 a febrero de 2006 y, por el otro, por el incremento en el volumen exportado, al pasar de 148.0 miles de quintales en febrero de 2005 a 182.3 miles de quintales a febrero de 2006, asociado al aumento de la demanda, especialmente de Arabia Saudita, de Pakistán y de Kuwait, principales países importadores.

En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a febrero de 2006 se situó en US\$32.4 millones, monto superior en US\$7.0 millones (27.6%) al observado al mismo mes de 2005, lo que se explica por el incremento del precio medio por barril, al pasar de US\$25.04 en febrero de 2005 a US\$40.76 en febrero de 2006, acorde con la tendencia del precio en el mercado internacional, a pesar de que el volumen exportado se situó en 794.8 miles de barriles, menor en 219.4 miles (21.6%) respecto a febrero de 2005. El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio



internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$60.00), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que, su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor y, en consecuencia, implica mayores costos.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$335.2 millones, monto superior en US\$10.1 millones (3.1%) respecto a febrero de 2005. Este resultado obedece al aumento de US\$25.9 millones (12.8%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana en relación a febrero de 2005; dicho aumento fue contrarrestado parcialmente por la disminución de las exportaciones destinadas a los países fuera del área centroamericana por un monto de US\$15.8 millones (12.9%).

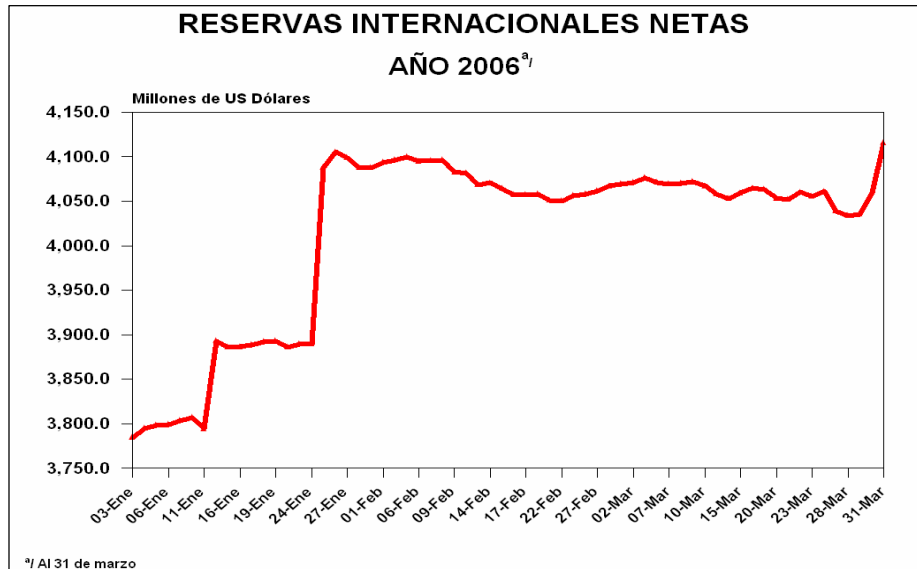
En cuanto al valor CIF de las importaciones a febrero de 2006, éste se situó en US\$1,473.1 millones, monto superior en US\$242.3 millones (19.7%) al registrado en igual período de 2005. Este resultado se explica, básicamente, por los elevados precios del petróleo y sus derivados, así como por el incremento en los precios de algunas materias primas. En efecto, las importaciones de Combustibles y Lubricantes registraron un monto de US\$288.6 millones, superior en US\$112.2 millones (63.6%) al monto registrado en igual período de 2005.

Adicionalmente, al analizar las otras importaciones por tipo de bien a febrero de 2006 destaca, principalmente, el comportamiento de las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios que registraron un monto de US\$454.2 millones, superior en US\$54.7 millones (13.7%) al valor registrado en igual período del año anterior. Con relación a las importaciones de Bienes de Consumo, éstas se situaron en US\$ 418.3 millones, monto mayor en US\$37.9 millones (10.0%) respecto al mismo período del año anterior. Por su parte, las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta exhibieron un crecimiento de 13.3%, al pasar de US\$244.2 millones a febrero de 2005 a US\$276.7 millones a febrero de 2006 y, las importaciones de Materiales de Construcción crecieron 16.6%, al pasar de US\$30.2 millones a febrero de 2005 a US\$35.2 millones a febrero de 2006.



4. Reservas internacionales netas

Al 31 de marzo de 2006, las Reservas Internacionales Netas -RIN- se situaron en US\$4,115.5 millones, lo que significa un aumento de US\$333.1 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$391.8 millones, egreso de divisas por US\$204.7 millones y otros ingresos netos por US\$146.0 millones. Los ingresos se originaron principalmente por desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$385.3 millones, destacando el préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$199.0 millones otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; el primer préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia por US\$99.8 millones otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-; y, el préstamo para el Programa de Mejoramiento de la Calidad Social por US\$60.0 millones otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se realizaron, por un lado, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$107.5 millones y, por el otro, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa por US\$97.2 millones, de los cuales US\$96.9 millones correspondieron al Sector Público no Financiero. En lo que corresponde a otros ingresos netos, destaca el de los intereses percibidos sobre inversiones de las RIN en el exterior por US\$36.3 millones, el aumento en el encaje bancario en moneda extranjera por US\$14.8 millones, el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$21.5 millones y otros ingresos netos por US\$73.4 millones.

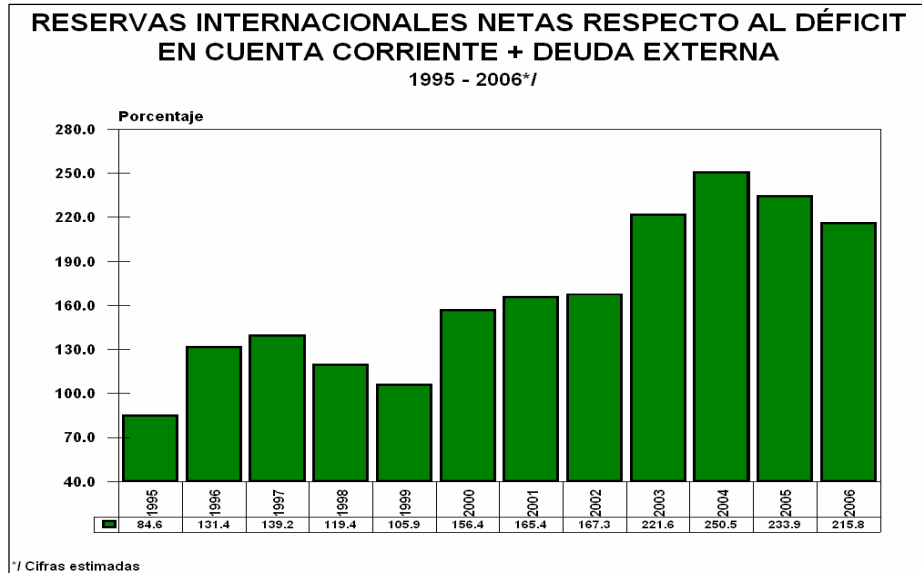


Se considera que el citado nivel de RIN es adecuado, ya que el mismo cubriría 5.0 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de RIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 4.0 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 31 de marzo de 2006, el nivel de RIN era equivalente a 8.3 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (8.3 veces al 31 de marzo de 2005).

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos de la deuda pública externa a un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de RIN se podría cubrir hasta 2.2 veces las referidas obligaciones.

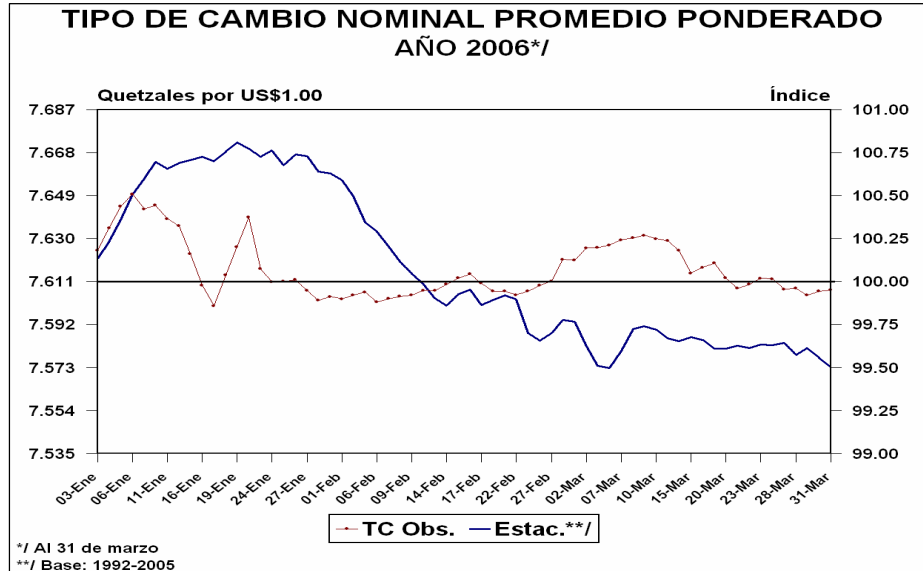
A continuación se ilustra el comportamiento de las RIN respecto al monto del déficit en cuenta corriente más el saldo de la deuda pública externa.



5. Tipo de cambio nominal

En lo que respecta al tipo de cambio nominal promedio ponderado, durante el primer trimestre de 2006, con excepción de dos semanas de enero y una de febrero, éste evolucionó conforme su comportamiento estacional, ubicándose el 31 de marzo de 2006 en Q7.61 por US\$1.00, igual al registrado el 31 de diciembre de 2005. En efecto, entre el 12 y el 17 de enero, el tipo de cambio mostró cierta volatilidad, al registrar niveles entre Q7.64 y Q7.59 por US\$1.00, respectivamente, por lo que para morigerar dicho comportamiento, el 16 de enero de 2006 el Banco de Guatemala compró divisas en el mercado cambiario por única vez en el primer trimestre, por un monto de US\$6.5 millones.

Posteriormente, en la última semana de febrero el tipo de cambio nominal promedio experimentó una ligera depreciación asociada a un aumento en la demanda de divisas por parte de una institución bancaria, tendencia que se revirtió durante marzo en congruencia con su comportamiento estacional.



B. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2006

Para 2006 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB- en términos reales, registre un crecimiento de 4.4%, tasa superior a la de 2005 (3.2%) y, por primera vez en la presente década, superior a la tasa de crecimiento promedio registrada en la década de los noventa (4.1%).

En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica se fundamenta, por una parte, en un entorno favorable, derivado de que se esperan tasas de crecimiento positivas para la economía de los Estados Unidos de América, así como para el resto de los principales socios comerciales de Guatemala⁷ y, por la otra, en la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés) el que podría cobrar vigencia en mayo del presente año. Adicionalmente a los dos aspectos citados, se estima que para 2006, el ingreso de divisas por concepto de

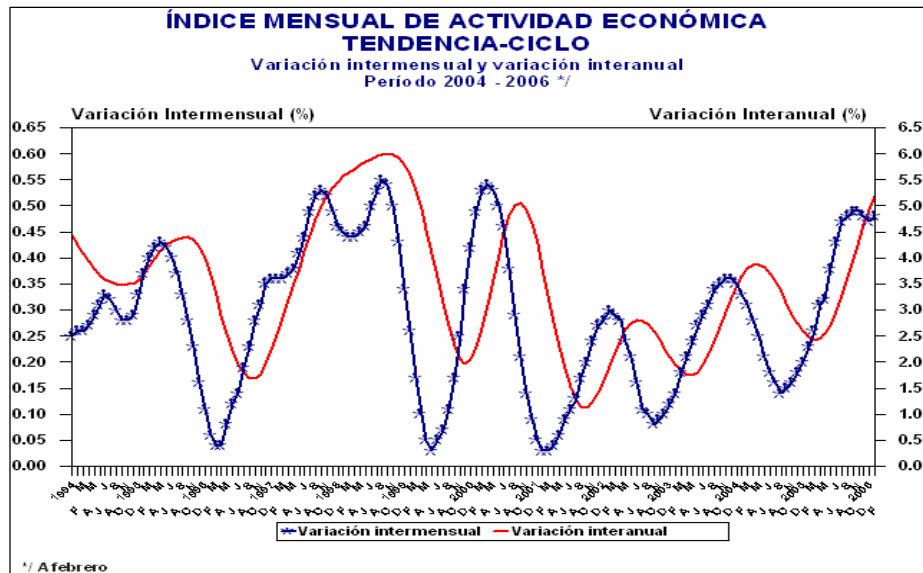
⁷ De acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional -FMI-, para 2006 se prevé que la economía estadounidense crezca 3.3% (3.5% en 2005). Respecto de los países Centroamericanos, el referido organismo estima que para 2006 sus economías crecerán en la forma siguiente: El Salvador 3.5% (2.8% en 2005); Costa Rica 2.7% (3.2% en 2005); Honduras 4.3% (4.2% en 2005); y, Nicaragua 3.7% (4.0% en 2005).



remesas familiares al país crezca en aproximadamente un 15% (17.3% en 2005), lo que estaría incentivando de nuevo el consumo privado⁸.

En el orden interno, el crecimiento esperado se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora de las expectativas de los agentes económicos; y, en el impulso proveniente de la realización de las labores de reconstrucción en las áreas afectadas por la tormenta tropical *Stan*, así como de mayores niveles de inversión pública y privada asociados a dicho esfuerzo y a otras obras de infraestructura⁹.

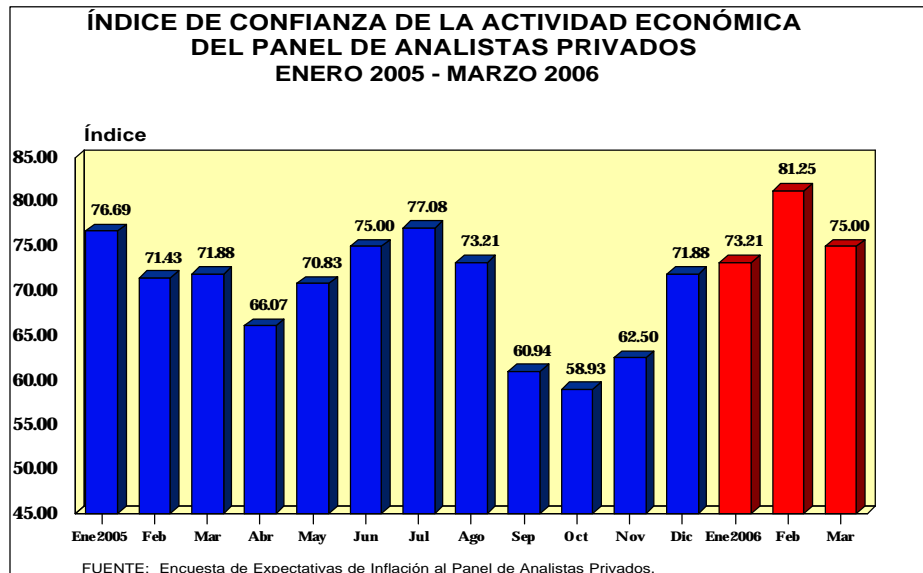
En cuanto al índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, la tendencia-ciclo, con cifras a febrero de 2006 (última información disponible), muestra un comportamiento creciente desde abril de 2005, lo que resulta congruente con el resultado esperado en la actividad económica para el presente año.



⁸ Con fines ilustrativos, en Anexo 4 se presenta un análisis acerca de las características, efectos y potencialidades de las remesas familiares en la región centroamericana.

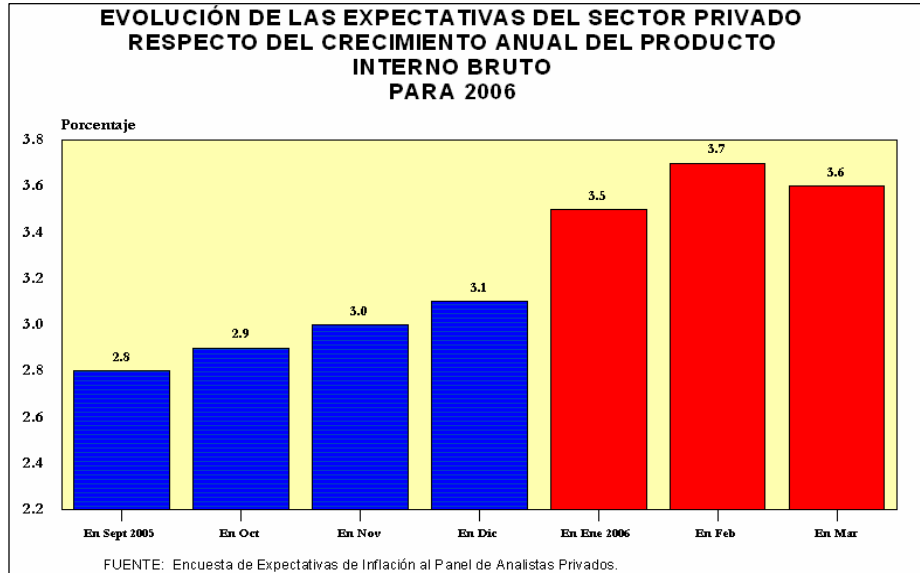
⁹ El Congreso de la República, mediante decretos números 88-2005 y 89-2005 aprobó la ejecución de los proyectos viales de la "Franja Transversal del Norte" y del "Anillo Periférico Metropolitano".

Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados¹⁰, las expectativas del desempeño de la actividad económica mejoraron en los últimos dos meses de 2005 y primeros de 2006. En efecto, después de haberse reducido a 58.93 en octubre de 2005, en noviembre y diciembre de 2005 el referido índice se situó en 62.50 y 71.88, en su orden; mientras que en enero y febrero de 2006 aumentó de 73.21 a 81.25, en tanto que en marzo de 2006 se redujo a 75.00.



Otro indicador que se obtiene de la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI- es el relativo a la estimación de crecimiento del PIB. En ese sentido, dichos analistas prevén que la actividad económica nacional para 2006 mostrará un comportamiento más dinámico que en 2005. En efecto, según la EEI de marzo, en 2006 el PIB crecería a una tasa de 3.6%, expectativa de crecimiento superior en 0.4 puntos porcentuales al crecimiento de 2005 (3.2%).

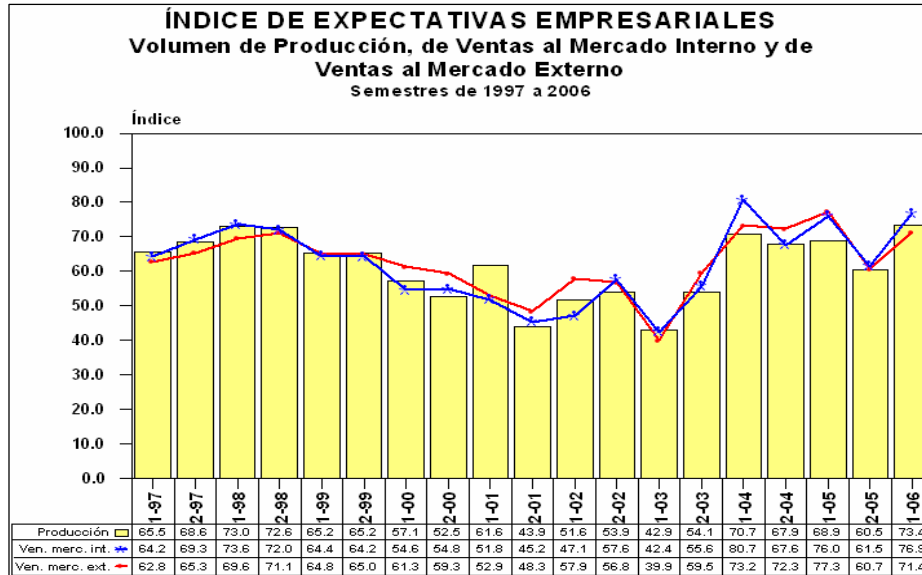
¹⁰ El Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados tiene el propósito de medir la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales de ese sector son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados -EEI-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su sitio de Internet.



En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹¹ llevada a cabo en enero y febrero de 2006, el 91.6% de los empresarios manifestó que espera que el volumen de producción aumente o se mantenga igual en el primer semestre del año, en relación al segundo semestre de 2005, porcentaje superior al que opinó en el mismo sentido en la encuesta de enero y febrero de 2005 (88.1%). Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción¹² refleja que en el primer semestre de 2006 el nivel de producción aumentará respecto a lo previsto en el segundo semestre de 2005. Asimismo, cabe señalar que de conformidad con la encuesta indicada, similar situación se observa en la gráfica siguiente en la que aparecen los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y externo.

¹¹ Realizada a una muestra de 434 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

¹² Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (55.3%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (8.5%).



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a marzo de 2006 (última información disponible) registró un déficit de Q161.7 millones, monto inferior en Q414.1 millones (71.9%) al registrado a marzo de 2005.

Los ingresos fiscales, a marzo de 2006, registraron un monto de Q6,734.6 millones, superior en Q1,664.6 millones (32.8%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 23.8% en relación al total presupuestado para 2006. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q6,464.9 millones, monto superior en Q1,770.3 millones (37.7%) al registrado a marzo de 2005. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos e indirectos respecto a marzo de 2005 por Q1,223.5 millones y Q546.8 millones, respectivamente. El aumento en la recaudación de los impuestos directos se explica por los mayores ingresos provenientes tanto del Impuesto Sobre la Renta -ISR- por Q700.1 millones como del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz -IETAAP- por Q525.6 millones. En el caso de los impuestos indirectos, su crecimiento se debe a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto de IVA sumaron Q2,772.3 millones,



monto superior en Q366.6 millones a lo percibido en igual período de 2005. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue mayor en Q239.2 millones (15.9%) respecto a marzo de 2005.

En lo que se refiere a los gastos totales, a marzo de 2006, éstos registraron un monto de Q6,896.3 millones, mayor en Q1,250.5 millones (22.1%) respecto al observado en igual período de 2005.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q4,857.1 millones, mayores en Q648.6 millones (15.4%) a los del mismo período del año anterior. Este resultado estuvo determinado, básicamente, por los mayores gastos de operación por Q345.1 millones y de transferencias corrientes por Q180.5 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q2,039.2 millones, mayores en Q601.9 millones (41.9%) a los de igual período de 2005. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos tanto de inversión indirecta como de inversión directa, los cuales registraron un aumento de Q546.9 millones (44.5%) y de Q55.0 millones (26.4%), respectivamente.

Derivado de lo anterior, el déficit fiscal, como se indicó, se situó en Q161.7 millones, mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q1,873.2 millones, mayor en Q1,145.2 millones (157.4%) al registrado en igual período del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento externo neto se situó en Q2,612.0 millones¹³ y el financiamiento interno neto en Q535.7 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q1,841.4 millones y vencimientos por Q1,305.7 millones. Derivado de lo anterior, se registró un aumento de Q2,986.0 millones en la caja fiscal.

¹³ Este monto de financiamiento externo estuvo determinado por los desembolsos del préstamo otorgado por el BCIE para financiar parcialmente el "Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión"; del préstamo concedido por el BIRF denominado "Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia"; y, del préstamo concedido por el BID denominado "Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social", desembolsos que suman un total de Q2,730.8 millones.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A MARZO
AÑOS 2005 - 2006
 -En millones de quetzales-

CONCEPTO	2005	2006	VARIACIÓN	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	5,070.0	6,734.6	1,664.6	32.8
A. Ingresos	4,940.5	6,730.4	1,789.9	36.2
1. Ingresos Corrientes	4,936.5	6,730.3	1,793.8	36.3
a. Tributarios	4,694.6	6,464.9	1,770.3	37.7
b. No Tributarios	241.9	265.4	23.5	9.7
2. Ingresos de Capital	4.0	0.1	-3.9	0.0
B. Donaciones	129.5	4.2	-125.3	-96.8
II. Total de Gastos	5,645.8	6,896.3	1,250.5	22.1
A. Funcionamiento	4,208.5	4,857.1	648.6	15.4
B. Capital	1,437.3	2,039.2	601.9	41.9
III. Déficit o Superávit Fiscal	-575.8	-161.7	414.1	-71.9
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	728.0	1,873.2	1,145.2	157.4
V. Financiamiento	575.8	161.7	-414.1	-71.9
A. Financiamiento Externo Neto	-192.9	2,612.0	2,804.9	-1,454.1
B. Financiamiento Interno Neto	1,641.6	535.7	-1,105.9	-67.4
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-872.9	-2,986.0	-2,113.1	242.1

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a febrero, se situó en Q16,323.5 millones, menor en Q102.2 millones (0.6%) al monto observado en diciembre de 2005. Esta reducción obedeció, principalmente, a que durante el período objeto de estudio las tenencias de valores por parte del sector bancario, las entidades oficiales y el sector de no residentes se redujeron en Q427.0 millones, Q273.2 millones y Q34.5 millones, respectivamente. Por el contrario, el sector privado no bancario incrementó sus tenencias de valores públicos en Q632.5 millones.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, al 31 de diciembre de 2005, la participación del sector privado no bancario era de 46.3% del total, mientras que a febrero del presente año se ubicó en 50.4% del total. En contraste, las entidades oficiales, el sector bancario y el sector de no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2005 a febrero de 2006, al pasar de 23.7%, 21.1% y 3.1% a 22.1%, 18.6% y 2.9%, respectivamente.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a febrero de 2006 el saldo de la deuda pública externa¹⁴ se situó en US\$4,024.6 millones, monto superior en US\$301.7 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de desembolsos por US\$332.7 millones, amortizaciones por US\$35.1 millones y un aumento por US\$4.1 millones derivado de la depreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$297.6 millones.

En cuanto a los desembolsos de préstamos¹⁵ al Gobierno Central a febrero de 2006, los más significativos provinieron del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por un monto total de US\$221.8 millones y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por un total de US\$106.3 millones.

D. SECTOR FINANCIERO

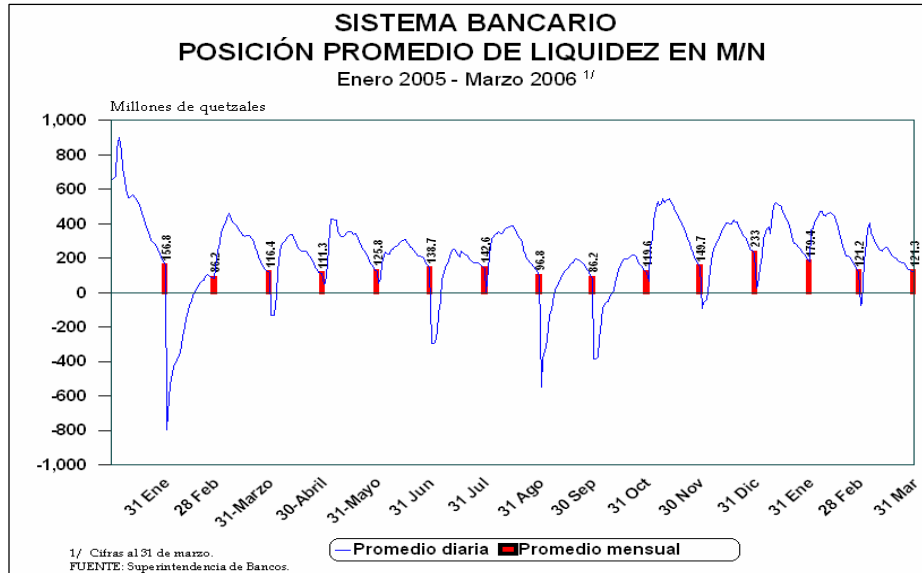
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

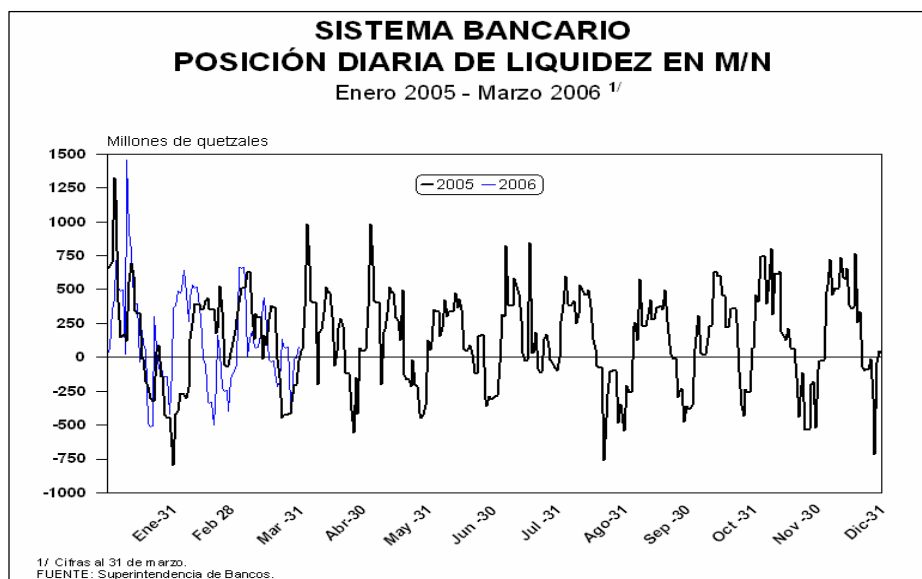
La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, refleja la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el período enero-marzo de 2006, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, la liquidez promedio en enero fue de Q179.4 millones, en febrero se situó en Q121.2 millones y en marzo se ubicó en Q121.3 millones.

¹⁴ Excluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 28 de febrero de 2006 se situó en US\$0.3 millones, igual al saldo registrado en diciembre de 2005.

¹⁵ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BCIE destaca el destinado a financiar parcialmente el "Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión" por US\$199.0 millones; asimismo, en los desembolsos del BIRF, sobresale el del "Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia", por US\$99.8 millones.

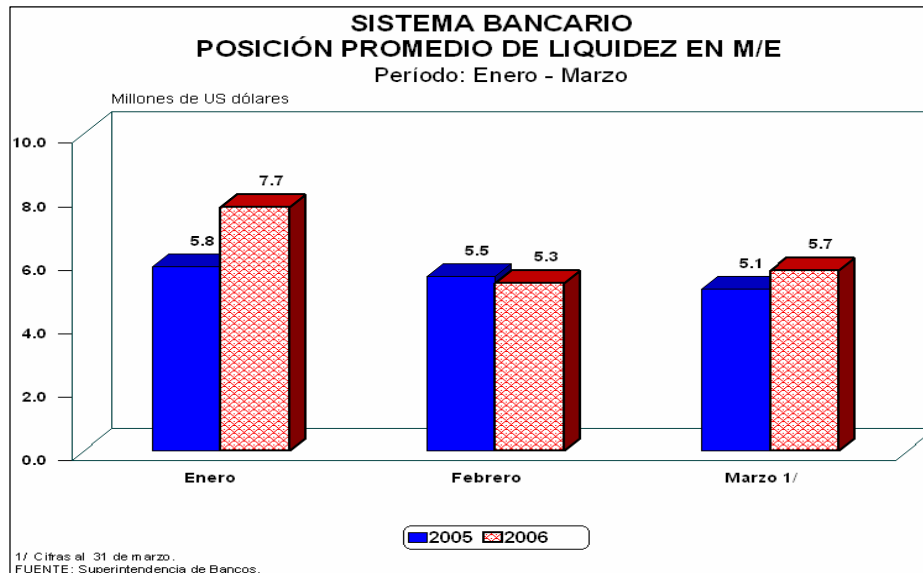


Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a marzo de 2006, muestra una estabilidad similar respecto al mismo período del año previo. En efecto, entre enero y marzo del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 10 de enero, al situarse en Q1,456.6 millones y su nivel más bajo el 21 de ese mismo mes, al ubicarse en -Q511.1 millones. Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en Q78.5 millones.

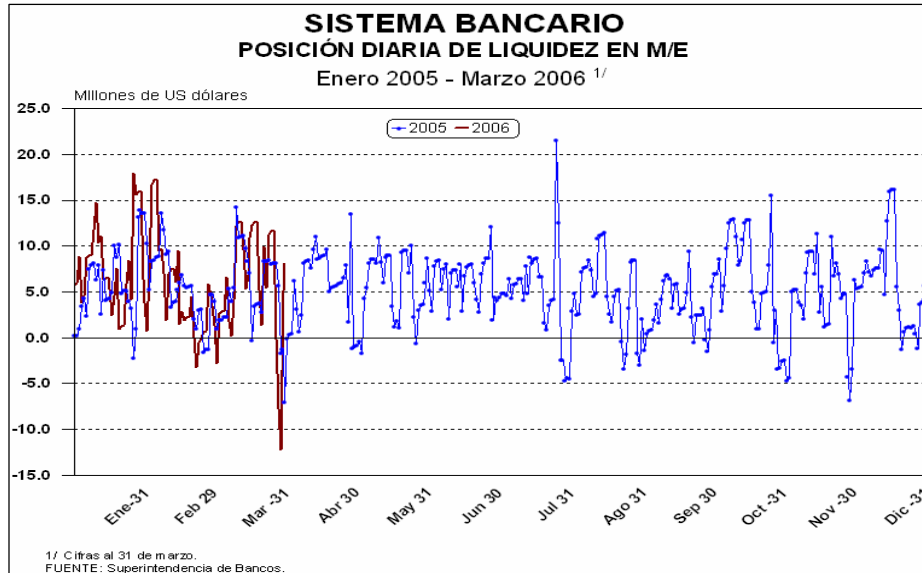


b) En moneda extranjera

Durante el primer trimestre de 2006, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable, situándose, en enero, febrero y marzo en US\$7.7 millones, US\$5.3 millones y US\$5.7 millones, en su orden.



Por otra parte, durante el primer trimestre de 2006, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, registrando un nivel negativo el 22 de febrero (-US\$3.3 millones) y un nivel máximo el 26 de enero (US\$17.9 millones). Al 31 de marzo, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en US\$8.1 millones.



2. Fortalecimiento del sistema financiero nacional

a) Fortalecimiento del sistema bancario

En resolución JM-12-2006 del 18 de enero de 2006, la Junta Monetaria dispuso que los almacenes generales de depósito, las empresas de seguros, las empresas de fianzas, las casas de cambio, el Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas, los bancos y las sociedades financieras, continúen observando y aplicando, para el ejercicio contable 2006, los manuales de instrucciones contables respectivos, a que se refieren las resoluciones JM-194-95 y JM-48-2002, a efecto de que los registros contables y lo que de ellos se derive se operen con base en dichos manuales. Cabe indicar que en resolución JM-41-2006 del 22 de marzo de 2006, la Junta Monetaria aprobó el Acuerdo No. 3-2006 del Superintendente de Bancos, mediante el cual se modifica el Manual de Instrucciones Contables para Bancos y Sociedades Financieras, en el sentido de incluir una cuenta y divisionarias para registrar las operaciones que se efectúen con bancos en el exterior, referentes a depósitos en moneda nacional y depósitos a plazo en moneda extranjera, con el objeto de brindar un mejor ordenamiento y mayor claridad a los registros contables y que los mismos guarden relación con la naturaleza de las operaciones que les dan origen.

En resolución JM-27-2006 del 1 de marzo de 2006, la Junta Monetaria emitió el Reglamento Sobre el Retiro del País de las Sucursales de



Bancos Extranjeros, que tiene por objeto establecer los requisitos y los trámites que deben cumplirse para el retiro ordenado de las sucursales de bancos extranjeros, así como del capital pagado de dichas sucursales.

En resolución JM-32-2006 del 9 de marzo de 2006, la Junta Monetaria resolvió autorizar al Banco Industrial, S. A., la adquisición de 2,151,114 acciones del Banco de Occidente, S. A., por un monto de US\$136.8 millones. Asimismo, la autoridad monetaria instruyó al Banco Industrial, S. A., para que, una vez formalizada la compra de las acciones, inicie de inmediato los trámites correspondientes para llevar a cabo la fusión por absorción del Banco de Occidente, S. A. Para el efecto, la Superintendencia de Bancos emitió previamente el informe No. 318-2006 del 3 de marzo de 2006, el que señala que, según el reporte de análisis financiero al 31 de diciembre de 2005, los índices financieros de liquidez, solvencia y rentabilidad del Banco de Occidente, S. A., reflejan que dicha entidad presenta una situación financiera razonable y que en la citada fecha, dicho banco ocupaba el sexto lugar en la clasificación por nivel de activos netos del sistema bancario nacional. Adicionalmente, el ente supervisor señaló en su informe que la fusión por absorción permitiría al Banco Industrial, S. A., aprovechar economías de escala.

b) Reforma complementaria

En resolución JM-235-2000 del 1 de junio de 2000, la Junta Monetaria aprobó la Matriz del Programa de Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional, la cual incluye, dentro del fortalecimiento y supervisión del mercado financiero no bancario, la emisión de opinión respecto de los anteproyectos de ley de la Actividad Aseguradora, de Sociedades de Microfinanzas y de Garantías Mobiliarias; los que han sido sometidos a consideración de la Junta Monetaria. Mientras que los dos últimos anteproyectos mencionados aún se encuentran en proceso de discusión, la Junta Monetaria, en resolución JM-42-2006 del 22 de marzo de 2006, emitió opinión favorable al proyecto de Ley de la Actividad Aseguradora.

En la exposición de motivos de dicho proyecto, se señala que la estructura básica de la legislación de la actividad aseguradora vigente en Guatemala data de los años cincuenta y sesenta del siglo pasado y se



orienta a un modelo de actividad especializada, con limitada oportunidad para ampliar operaciones y escasa participación internacional directa.

La liberalización de los mercados financieros, los avances en materia de informática y de telecomunicaciones, la internacionalización de los mercados de valores y de capitales, así como la mayor interdependencia en el mercado financiero internacional, han propiciado el surgimiento de nuevos productos y servicios financieros. De esa cuenta, muchas de las nuevas prácticas de seguros no están explícitamente previstas en el ámbito de regulación prudencial y de supervisión del sistema asegurador nacional, lo que ha propiciado que la legislación financiera vigente aplicable a este sector ya no responda adecuadamente a la dinámica e intensidad con que se desarrolla el mercado financiero, caracterizado por una mayor volatilidad, competencia y riesgo.

Como reacción a ese proceso, este proyecto de ley, de ser aprobado, apoyaría la profundización de las reformas en el sector financiero no bancario, específicamente en lo relativo a la actividad aseguradora, tendiente a la formación de un sistema asegurador más competitivo y solvente, apropiadamente regulado y supervisado, con una mayor capacidad para responder a los riesgos que asume. Asimismo, contiene los elementos necesarios que lo convierten en una herramienta para el desarrollo de un marco amplio y flexible de operaciones por parte de las personas y entidades que participan en dicha actividad, sin limitar la creatividad e innovación necesarias en el contexto moderno.

Cabe resaltar que en la elaboración del proyecto de ley se analizaron y tomaron en cuenta los Principios sobre la Supervisión de Seguros emitidos en septiembre de 1997 y actualizados en octubre de 2003 por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés)¹⁶, lo cual representa un avance significativo para el sistema asegurador guatemalteco, acorde con las tendencias mundiales que experimentan los mercados financieros, pues la adopción de estándares internacionales de

¹⁶ La IAIS fue establecida en 1992. Su membresía incluye a más de 100 supervisores de seguros de diferentes países. Su propósito es mejorar la supervisión de la actividad de seguros tanto local como internacional, con el fin de mantener mercados aseguradores que sean confiables, estables y eficientes, para el beneficio y protección de los asegurados, así como unir esfuerzos para desarrollar estándares prácticos que puedan ser aplicados por sus miembros sobre bases voluntarias.

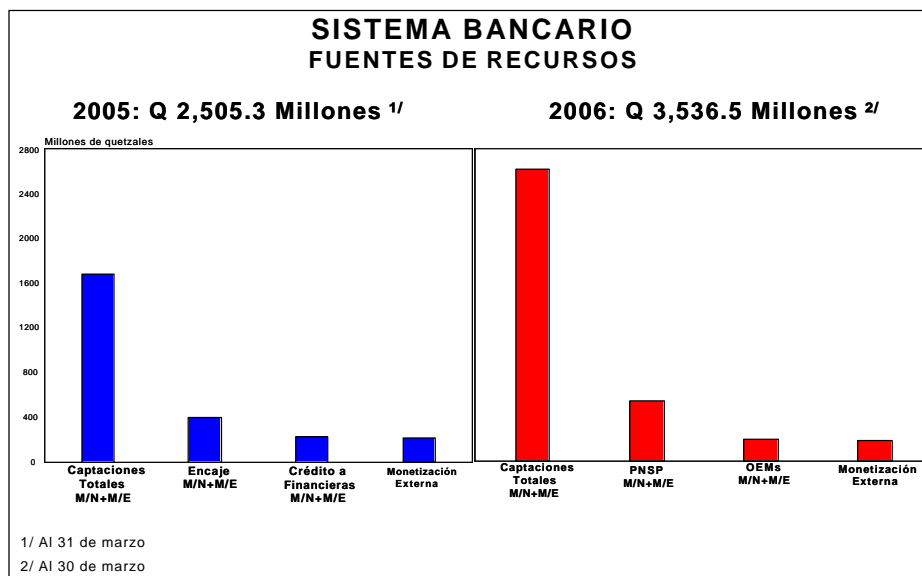


supervisión de seguros contribuirá a desarrollar su funcionamiento de una forma eficiente, transparente, competitiva, sana y confiable, que salvaguarde y fortalezca la confianza del público.

Este proyecto está orientado a proveer un marco legal general, moderno y flexible que brinde certeza jurídica y contribuya a la eficiencia, transparencia y competitividad de los participantes y de las actividades del mercado asegurador. Para tal efecto, promueve una sólida gestión de riesgos, sustentada en la regulación de las responsabilidades, restricciones y deberes de los administradores de las entidades. Dicho marco se complementa con un enfoque preventivo y de autorregulación previsto en la implementación de una sólida normativa prudencial, esto en el contexto de un buen gobierno corporativo y sobre la base de la supervisión de riesgos en forma consolidada.

3. Fuentes y usos de fondos

Al 30 de marzo de 2006 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q3,536.5 millones, en tanto que para similar período del año anterior éstos ascendieron a Q2,505.3 millones.

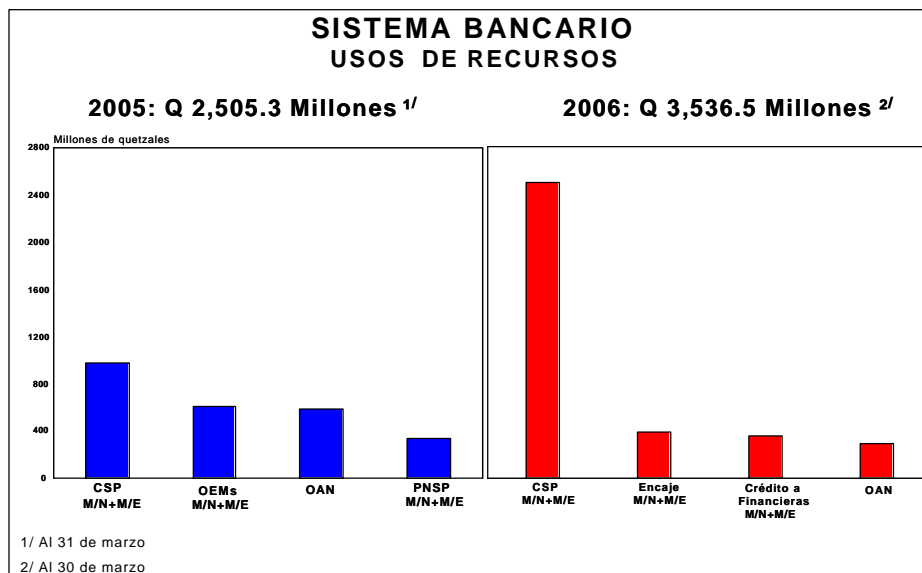


Como se puede apreciar en la gráfica anterior, en el primer trimestre de 2006 las principales fuentes de recursos del sistema bancario



provinieron de las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q2,614.0 millones, por los recursos netos provenientes del sector público (depósitos menos inversiones) por Q542.8 millones, por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q196.5 millones y por la obtención de créditos netos en el exterior por Q183.2 millones. En 2005 las principales fuentes de recursos provinieron de las captaciones totales de depósitos del público por Q1,676.4 millones, por la disminución del encaje bancario total por Q393.9 millones, por la amortización del crédito otorgado a instituciones financieras por Q226.8 millones y por la obtención de créditos netos en el exterior por Q208.2 millones.

En cuanto a los principales usos que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q3,536.5 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2006 se destinaron Q2,493.5 millones al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera, para aumentar su posición de encaje bancario total por Q390.8 millones y para otorgar crédito a instituciones financieras por Q357.8 millones. En 2005 el uso de los recursos por un monto de Q2,505.3 millones fue principalmente para otorgar crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q977.5 millones, para realizar inversiones en CDPs del Banco de Guatemala por Q608.8 millones y para otorgarle recursos al sector público por Q336.3 millones.

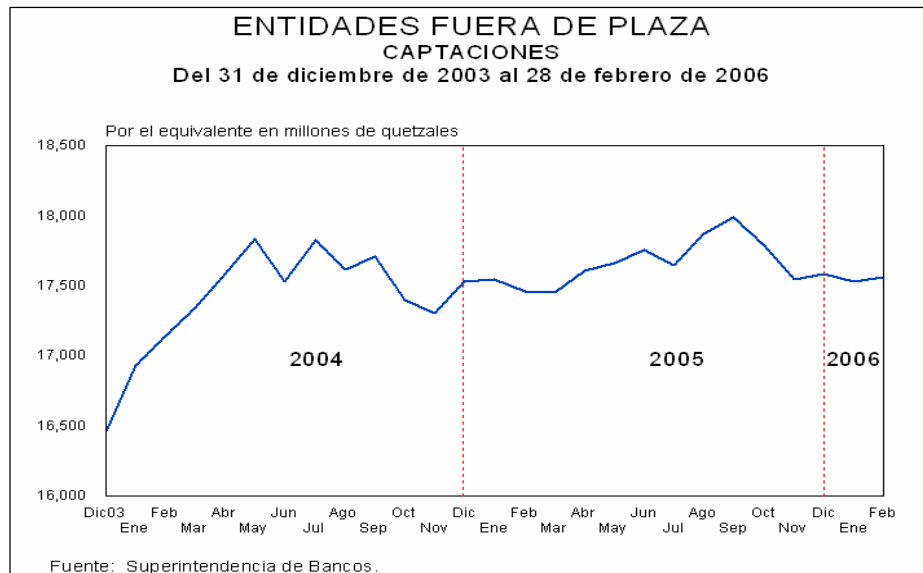


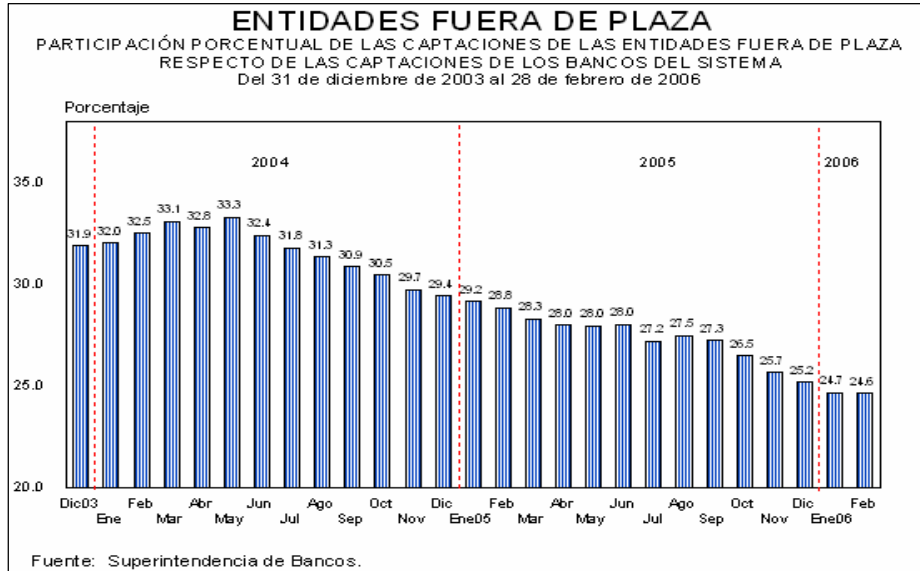
4. Entidades fuera de plaza (*off shore*)

Aunque la disponibilidad de información de las entidades fuera de plaza todavía es limitada, los datos disponibles a febrero de 2006 permiten, de manera general, realizar un análisis de sus operaciones de forma desagregada.

a) Captaciones

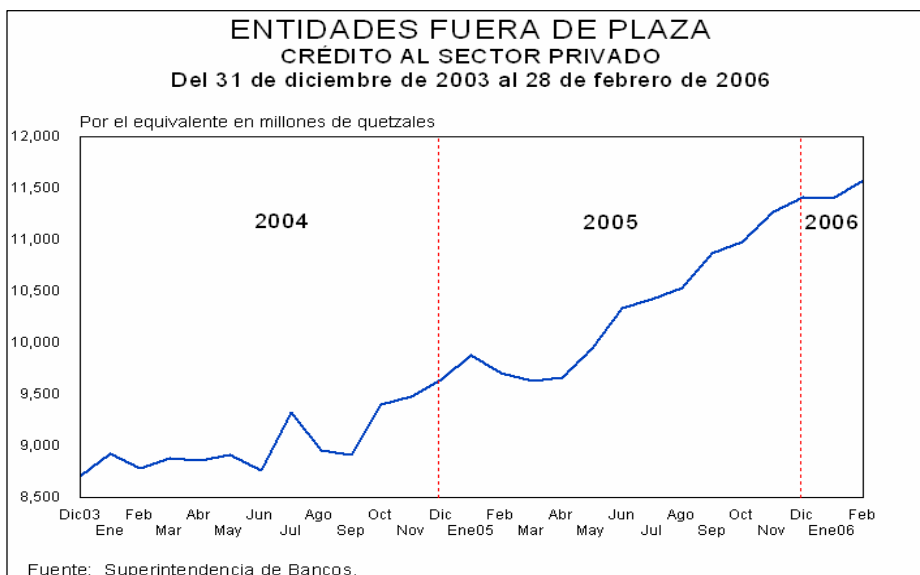
Las captaciones totales (incluye bonos) de las entidades fuera de plaza, al 28 de febrero de 2006, registraron un saldo por el equivalente en Q17,557.6 millones, menor en Q27.4 millones (0.2%) al registrado al 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban un 25.2% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 28 de febrero de 2006, dicha proporción disminuyó a 24.6%.

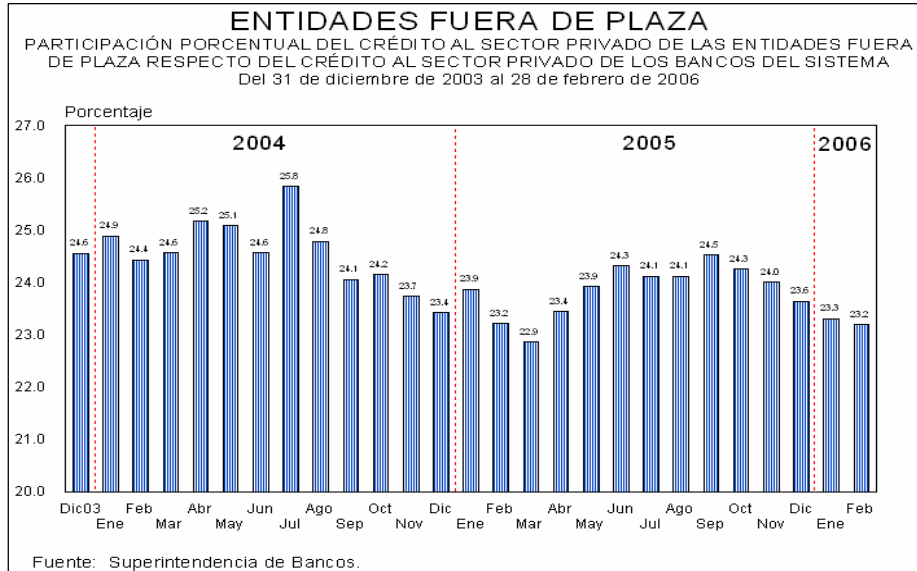




b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado, al 28 de febrero de 2006, muestra un saldo por el equivalente en Q11,576.4 millones, superior en Q162.0 millones (1.4%) al registrado el 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005 el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 23.6% del total otorgado por el sistema bancario nacional, en tanto que al 28 de febrero de 2006, dicha proporción se situó en 23.2%.



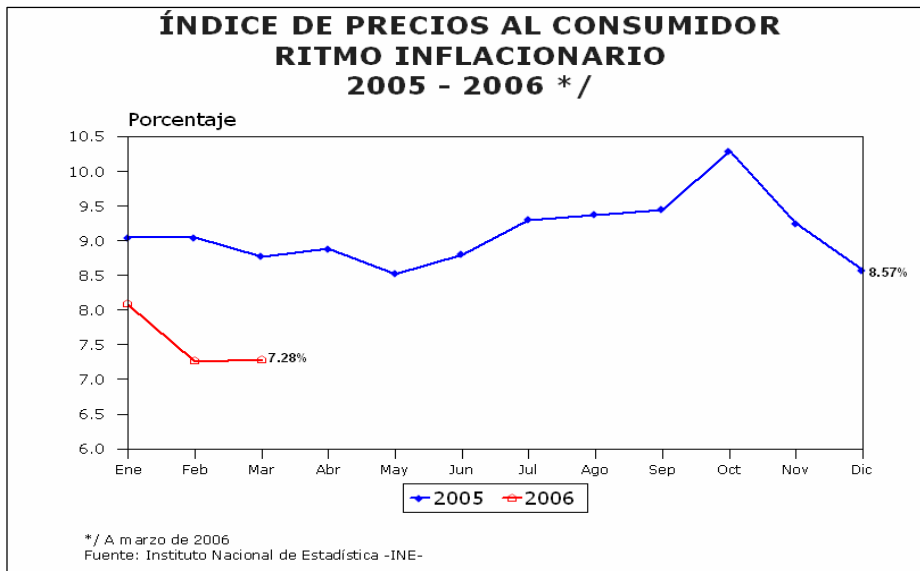


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 31 de marzo de 2006, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 7.28%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 de 6.0% (+/- 1 punto porcentual). El referido porcentaje resulta inferior en 1.49 puntos porcentuales al observado en marzo de 2005 (8.77%).





El comportamiento observado en la inflación interanual a marzo de 2006 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 8.98%, que explica el 52.57% de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Pan y cereales* (15.84%); *Comidas preparadas fuera del hogar* (7.49%); y, *Carnes* (7.38%) que en conjunto explican el 80.30% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son los *productos de tortillería* (21.76%), *el pan* (18.81%) y la *carne bovina* (12.97%), que en conjunto representan el 29.95% del total de la inflación a marzo de 2006.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%) registró a marzo una variación interanual de 9.10% y explica el 11.99% del ritmo inflacionario; en dicho comportamiento, incidieron principalmente, los precios medios del *transporte aéreo* (48.65%); la *gasolina* (17.17%); y, el *transporte extraurbano* (21.59%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%) registró una variación interanual de 6.33% y explica el 8.08% del total del ritmo inflacionario; destacando las alzas en el precio medio del *gas propano* (28.57%) y en los *alquileres reales de vivienda* (6.34%).

Por su parte, la división de gasto **Salud** (ponderación 5.48%) registró una variación interanual de 8.33% y explica el 5.94% del total del ritmo inflacionario, destacando las alzas en los *servicios médicos* (13.20%) y en los *servicios básicos de hospitales* (12.54%).

El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas explica el 78.58% del ritmo inflacionario observado a marzo de 2006, como lo ilustra el cuadro siguiente.



**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Marzo 2006**

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Marzo 2005	Marzo 2006	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO 2/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 3/
ÍNDICE GENERAL	10000	137.35	147.35	7.28	7.28	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	151.05	164.62	8.98	3.83	52.57
2. Vestuario y calzado	7.94	122.56	126.68	3.36	0.24	3.27
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	127.78	135.87	6.33	0.59	8.08
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	128.83	136.12	5.66	0.42	5.79
5. Salud	5.48	130.19	141.03	8.33	0.43	5.94
6. Transporte y comunicaciones	10.92	120.60	131.58	9.10	0.87	11.99
7. Recreación y cultura	6.83	133.90	140.13	4.65	0.31	4.26
8. Educación	5.60	142.99	149.36	4.45	0.26	3.57
9. Bienes y Servicios Diversos	6.53	131.84	138.77	5.26	0.33	4.53

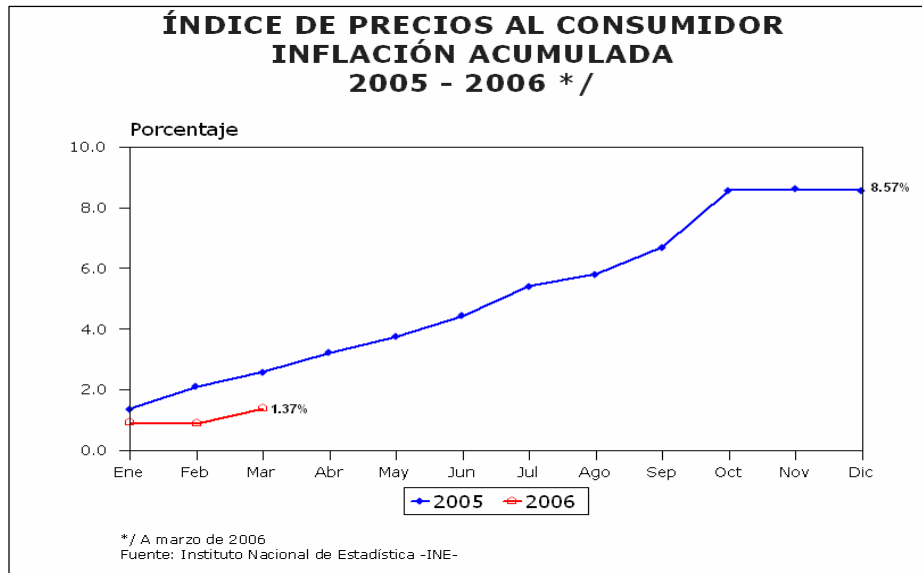
Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

2/ Incidencia en la variación.

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

La inflación acumulada a marzo del presente año, a nivel república, se situó en 1.37%, inferior en 1.21 puntos porcentuales a la registrada el mismo mes del año anterior (2.58%).

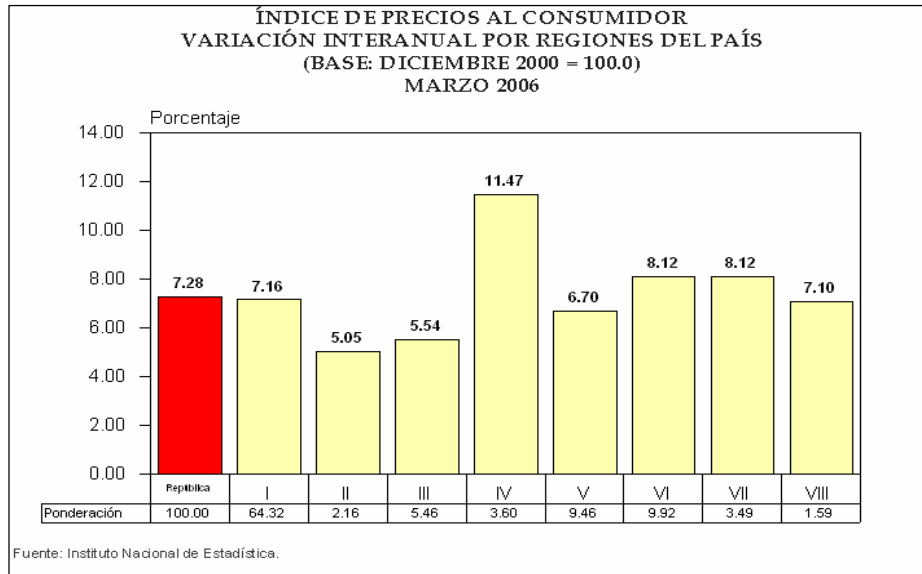


A nivel de regiones¹⁷, la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 11.47%; la Región VII (Noroccidente) registró una variación interanual de 8.12%; y, la Región VI (Suroccidente) registró una variación de 8.12%. Por su parte, la Región I (Metropolitana), que tiene una

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



ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 7.16%, inferior en 0.12 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (7.28%).



En la Región IV (Suroriente), con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio del *servicio de agua domiciliaria* (370.59%). Por su parte, los *productos de tortillería* registraron una variación de 70.33% y el *pan* registró variación de 23.78%. Cabe indicar que los incrementos mencionados representan, en conjunto, más del 50% de la variación interanual de dicha región.

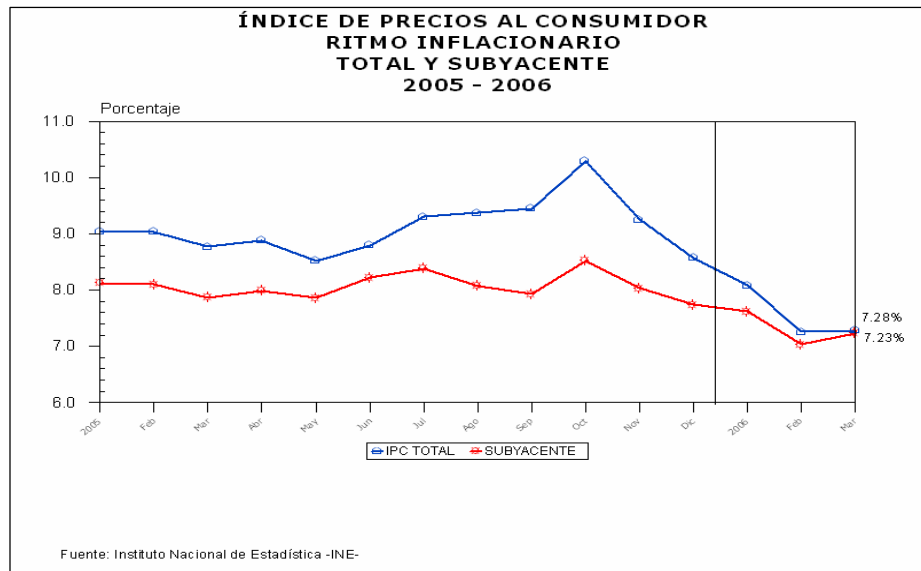
En la Región VI (Suroccidente), con una ponderación de 9.92% dentro del total de regiones, la variación interanual registrada se explica, básicamente, por el incremento en el precio medio del *pan* (22.88%), de los *productos de tortillería* (26.00%) y de los *alquileres reales de vivienda* (24.49%); divisiones que, en conjunto, representan el 30% de la variación de la mencionada región.

El incremento observado en la Región VII (Noroccidente), con una ponderación de 3.49% obedece, principalmente, al alza registrada en el precio medio del *pan* (24.15%), de la *carne bovina* (14.57%), de la *carne de aves* (10.78%), del *queso* (35.31%) y del *transporte extraurbano* (15.75%); divisiones que, en conjunto, representan el 33% de la variación de dicha región.

2. Inflación subyacente

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

En tal sentido, la inflación subyacente a nivel república registró a marzo de 2006 una variación interanual de 7.23% (7.87% a marzo de 2005), inferior en 0.05 puntos porcentuales respecto a la inflación total (7.28%).



En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante la evolución de los precios del *pan* y de los de *productos de tortillería*, los que en conjunto explican el 27.10% de la inflación subyacente a marzo de 2006.



3. Inflación importada

Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario ha estado significativamente influenciado por la inflación importada, la cual a su vez responde, principalmente, al alza en el precio internacional del petróleo.

Para su análisis, la inflación importada se puede dividir en directa e indirecta. La directa se refiere al efecto que el precio internacional del petróleo tiene sobre los precios de 32 bienes y servicios de la canasta básica, que en su estructura de costos hacen uso intensivo de productos derivados del crudo. El cálculo de la misma es posible realizarlo dado que la información estadística de las cuentas nacionales, bajo el enfoque del Sistema de Cuentas Nacionales Cuarta Revisión -SCN93-, permite contar con la estructura de costos de producción de dichos bienes y servicios.

Por su parte, la inflación importada indirecta, o de segunda vuelta, se refiere al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan directamente los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.

RECUADRO 2 METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA INFLACIÓN IMPORTADA DIRECTA

Para llevar a cabo el cálculo de la inflación importada directa se utiliza la estructura de consumo intermedio del año base 2001 del Sistema de Cuentas Nacionales Cuarta Revisión -SCN93-, para lo cual se establecen los porcentajes que los insumos derivados del petróleo representan dentro de los costos de producción de 32 bienes y servicios.

Seguidamente, el cálculo se empieza a realizar considerando el costo de los referidos bienes y servicios que no es afectado por los derivados del petróleo, de la manera siguiente:

$$\text{insumos} \quad VINDP = V_o \left(\frac{INDP}{100} \right)$$

VINDP = Variación del índice de cada bien o servicio, excluidos los derivados del petróleo
V_o = Variación índice (original)
INDP = % de Insumos no derivados del petróleo

Se obtiene el nuevo índice para los 32 gastos básicos.

$$\text{insumos} \quad I_a = I_{a-1} \left[1 + \left(\frac{VINDP}{100} \right) \right]$$

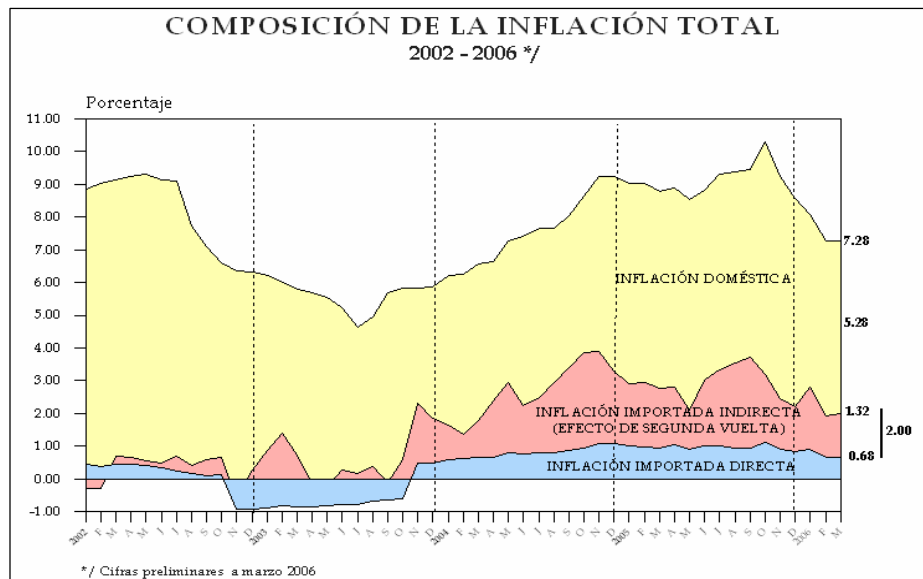
VINDP = Variación del índice de cada bien o servicio, excluidos los derivados del Petróleo
I_a = Índice actual ajustado
I_{a-1} = Índice ajustado anterior

Posteriormente, se forma un nuevo índice de precios, el cual deriva de la consolidación de los nuevos índices de los 32 bienes o servicios (que ya no incluyen el efecto de la variación de precios de los derivados del petróleo) con los índices de los 186 bienes y servicios restantes que conforman el IPC.

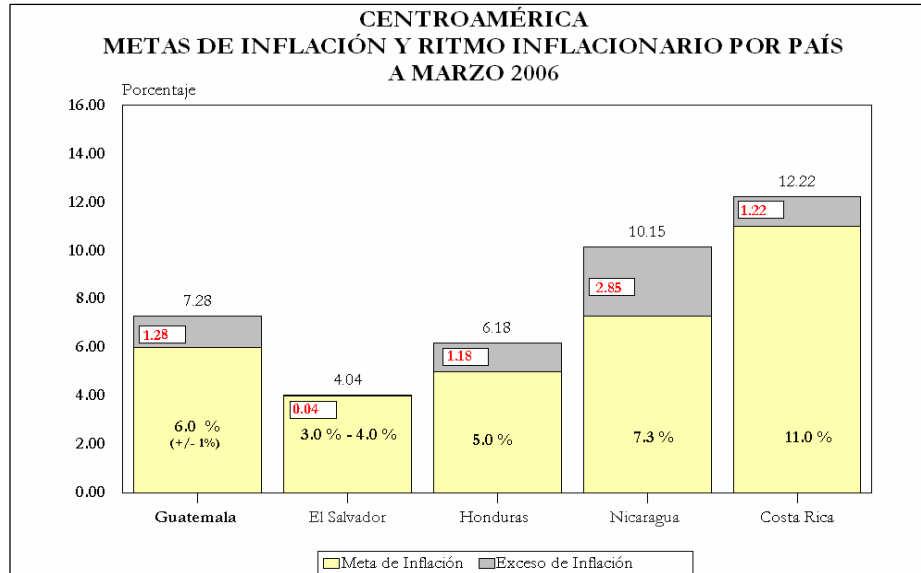
Por último, al nuevo índice obtenido se le calcula el ritmo inflacionario, el cual se resta del ritmo inflacionario del IPC total, obteniendo así la inflación importada directa.



A marzo de 2006 la inflación importada explica 2.00 puntos porcentuales del ritmo inflacionario (7.28%), de los cuales 0.68 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 1.32 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente.



Por último, cabe indicar que en la mayoría de países centroamericanos, el ritmo inflacionario a marzo de 2006 se sitúa por encima de la meta prevista para finales de dicho año, situación que se asocia al efecto proveniente de la inflación importada.



4. Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2006 y de 2007

a) Método 1

La metodología empleada por el Departamento de Investigaciones Económicas para llevar a cabo el pronóstico mensual de inflación consiste en el empleo de modelos de series de tiempo univariadas, cuyos pronósticos dependen únicamente del comportamiento histórico de la variable a pronosticar. Dicha metodología consta de tres etapas. En la primera etapa, la información mensual de inflación se separa en un componente tendencial y en un componente cíclico por medio del filtro de Hodrick-Prescott¹⁸.

En la segunda etapa, cada elemento se estima y se pronostica por separado por medio de un modelo Autoregresivo Integrado de Promedios Móviles (ARIMA, por sus siglas en inglés). Cabe indicar que el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente tendencial es Autoregresivo de orden cuatro AR(4); es decir, que dicho componente es función de sus cuatro rezagos inmediatos.

Para seleccionar este modelo se utilizó un proceso de adición marginal de componentes rezagados de la variable

¹⁸ El coeficiente de suavizamiento utilizado en el filtro de Hodrick-Prescott es aquél que minimiza el error cuadrático medio del pronóstico de inflación total (es decir, del pronóstico que resulta de la suma de los pronósticos de los componentes de tendencia y de ciclo).



dependiente, método iterativo que consiste en agregar y acumular rezagos de la variable a estimar en la ecuación de regresión hasta encontrar un rezago no significativo, el cual se excluye del modelo. En este caso, los cuatro primeros rezagos de la variable dependiente resultaron ser estadísticamente significativos.

Por su parte, el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente cíclico es un modelo Autoregresivo de Promedios Móviles (ARMA, por sus siglas en inglés) de orden dos-tres; es decir que dicho componente es función de sus dos rezagos inmediatos y de tres rezagos del término de error (ϵ_t).

Para seleccionar este modelo se estiman 144 modelos ARMA que combinan desde uno hasta doce componentes autoregresivos y desde uno hasta doce componentes de promedios móviles. Luego, se seleccionan los modelos cuyos coeficientes, en su totalidad, son estadísticamente significativos. Finalmente, se escoge el modelo ARMA que minimice el criterio de información de Schwarz¹⁹.

En la tercera etapa, se pronostica tanto el componente tendencial como el componente cíclico y se obtiene el pronóstico de inflación total, el cual se calcula por medio de la sumatoria de los pronósticos de ambos componentes.

De acuerdo con los pronósticos de inflación obtenidos por este método, el ritmo de inflación interanual sería de 7.36% para diciembre de 2006, mientras que para diciembre de 2007 sería de 7.72%. Dichas proyecciones, al ubicarse por encima de la meta de inflación establecida para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007, sugieren que la política monetaria debería restringirse para poder reducir el ritmo inflacionario.

b) Método 2

De acuerdo a la metodología utilizada por el Departamento de Estadísticas Económicas del Banco de Guatemala, la proyección del IPC se realiza en tres etapas. En la primera etapa, ocho de las nueve divisiones que

¹⁹ El criterio de información de Schwarz es un indicador estadístico utilizado para seleccionar un modelo de regresión dentro de un grupo de modelos alternativos. En la práctica, al elegir entre dos a más modelos, se preferirá aquel que minimice la sumatoria de los errores al cuadrado, de conformidad con el criterio de información.



conforman el IPC se pronostican de forma univariada, utilizando el método de suavizamiento exponencial Holt Winters multiplicativo, el cual es apropiado para series que contienen una tendencia lineal y factores estacionales multiplicativos, como es el caso de cada componente del IPC.

En la segunda etapa, se pronostica la división restante, Transporte y Comunicaciones. Para llevar a cabo dicho pronóstico se aplican coeficientes normales de variación promedio entre 2003 y 2004, correspondientes a los precios internacionales del petróleo; y, posteriormente, a dichos coeficientes se les adiciona la parte proporcional de la variación de los precios del petróleo a futuro, utilizando, para el efecto, el porcentaje del peso que tienen las gasolinas en el IPC (2.05%).

Finalmente, en la tercera etapa se integran los pronósticos de los nueve rubros que componen el IPC, por medio de la aplicación del peso que cada rubro tiene en dicho índice.

Con este método, para diciembre de 2006 se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 6.06%. Este comportamiento se explicaría, por una parte, por las previsiones que para el resto del año se tienen en los precios internacionales del petróleo, los que se esperaba se sitúen en un promedio de US\$60.00 por barril y, por la otra, por el comportamiento que se prevé en la división de *alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, el cual, de acuerdo con proyecciones realizadas, podría registrar una variación interanual de 5.86% a diciembre de 2006 (12.38% en 2005).

Para diciembre de 2007, se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 5.41%, como resultado de que, según estimaciones de *Global Insight*, el precio del barril del petróleo registraría una reducción, al pasar de US\$60.00 en 2006 a US\$59.00 en 2007. Asimismo, en la división de *alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, se espera una variación interanual de 5.50% para diciembre de 2007 (5.86% en 2006).

Dichas proyecciones, al ubicarse dentro de la meta de inflación, sugieren que se mantenga una política monetaria invariable.



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

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos (en Anexo 5 se presenta el detalle de las distintas ecuaciones que conforman el citado modelo).

a) Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar por un “diagrama de abanico”, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información conocida en el presente. A partir de esta función de densidad se puede conocer la probabilidad condicional de que la variable asuma valores en intervalos particulares en cualquier período del horizonte de pronóstico. Dichas probabilidades se interpretan como “el riesgo” de que la variable asuma ciertos valores en un horizonte determinado.

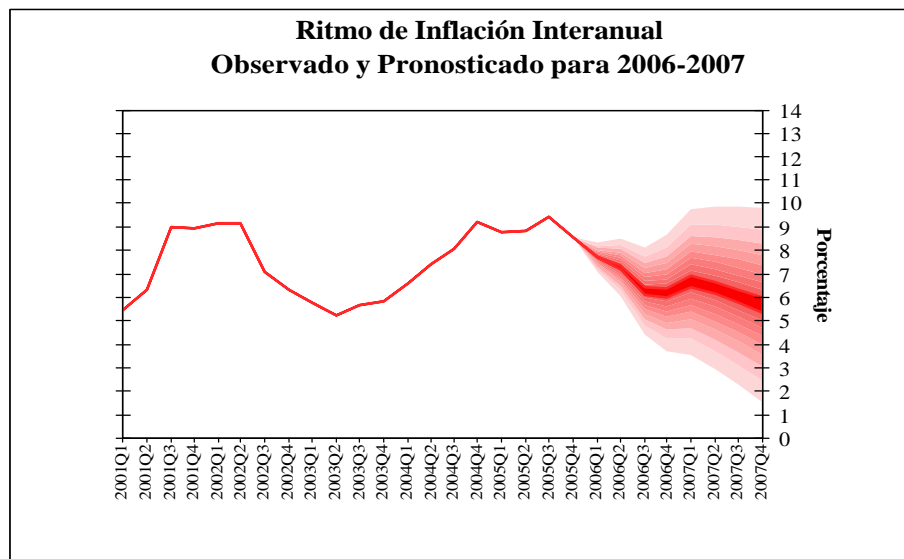
El diagrama de abanico se construye utilizando insumos provenientes del MMS, así como de información subjetiva con respecto al pronóstico. La información que proviene del MMS es la siguiente: i) valores históricos de la inflación; ii) pronóstico trimestral de la misma para 2006 y 2007; iii) desviación estándar histórica del error de pronóstico de inflación; iv) listado de variables exógenas que podrían afectar la inflación durante los próximos dos años; v) desviación estándar histórica de cada variable exógena; y, vi) efecto de cada variable exógena en la inflación. Por su parte, la información subjetiva que se requiere para la construcción del diagrama de abanico es la siguiente: i) la probabilidad de que cada variable exógena se encuentre por arriba de su pronóstico modal en un futuro²⁰; y, ii) la distribución del sesgo de pronósticos a lo largo de cada año.

El área más oscura del diagrama de abanico indica la senda que con mayor probabilidad puede recorrer la inflación. Se interpreta

²⁰ El pronóstico modal de una variable se refiere al pronóstico con mayor probabilidad de ocurrencia.

como el pronóstico modal, dado que es el valor que maximiza la función de densidad en cada período del horizonte de pronóstico.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2006-2007. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación se incrementa conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2006 es de 6.20%; mientras que para el cuarto trimestre de 2007 es de 5.67%, ambos pronósticos, bajo una interpretación estricta, sugieren que se restrinjan las condiciones monetarias.



Como se indicó, existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2006 y 2007 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de densidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado anteriormente.

Por su parte, las principales variables exógenas en el MMS son las siguientes: i) la prima por riesgo país; ii) la inflación externa; iii) la tasa de interés externa; iv) el producto interno bruto externo; y, v) los precios



internacionales del diesel. Para efectos del MMS, todas las variables externas se refieren a variables de los Estados Unidos de América. La fuente de información sobre los pronósticos de las variables anteriores es *Consensus Forecast*. La única excepción la constituye los pronósticos de los precios del diesel, los cuales se obtienen de *Global Insight*. Ambas empresas se encargan de la elaboración de pronósticos a mediano plazo.

b) Balance de riesgos

El cuadro siguiente muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; es decir, la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de ciertos rangos de valores. El pronóstico modal o puntual para el cuarto trimestre de 2006 es de 6.20% y la probabilidad de que la inflación se encuentre por arriba de dicho pronóstico modal es de 50%; es decir, la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica. Esta característica se debe a que las distribuciones de probabilidad de los pronósticos de las variables exógenas que afectan a la inflación son a su vez simétricas.

Balance de Riesgos				
	2006 Q4		2007 Q4	
Pronóstico Modal	6.20		5.67	
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50%		50%	
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores				
	2006 Q4		2007 Q4	
Meta	6%		5%	
Margen de Tolerancia	6% \pm 1%		5% \pm 1%	
P($\pi \in [5\%, 7\%]$)	43%		P($\pi \in [4\%, 6\%]$) 30%	
P($\pi \geq 7\%$)	44%		P($\pi \geq 6\%$) 45%	
P($\pi \geq 6\%$)	55%		P($\pi \geq 5\%$) 73%	
P($\pi < 6\%$)	45%		P($\pi < 5\%$) 27%	
P($\pi < 5\%$)	13%		P($\pi < 4\%$) 25%	

Para diciembre de 2006 la meta de inflación es de 6% (+/- 1 punto porcentual). Con información a marzo de 2006, la probabilidad de que la



inflación se encuentre dentro del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria para finales de 2006 es de 43%. Adicionalmente, la probabilidad de que la inflación esté por arriba de 6% es de 55%.

Por su parte, para diciembre de 2007 la meta de inflación es de 5% (+/- 1 punto porcentual). Con información a marzo de 2006, la probabilidad de que la inflación se encuentre dentro del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria para finales de 2007 es de 30%. Adicionalmente, la probabilidad de que la inflación esté por arriba de 5% es del 73%.

B. TASAS DE INTERÉS

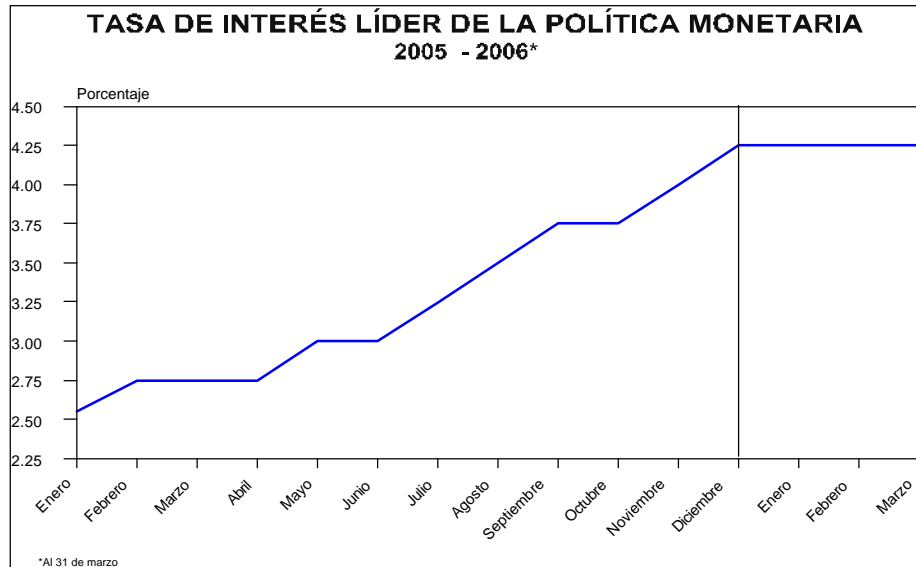
1. De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-

a) En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a marzo de 2006, en las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, la tasa de interés de certificados de depósito a plazo -CDPs- a 7 días²¹ se mantuvo en 4.25%, como resultado de que la Junta Monetaria, en las sesiones destinadas a fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, de conformidad con el calendario anual de reuniones establecido en el anexo 2 de la resolución JM-185-2005²², luego de analizar los informes presentados por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala relativos al Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria -SPAPM-, al seguimiento de las variables indicativas y al balance de riesgos de inflación, decidió mantenerla invariable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

²¹ El Comité de Ejecución, en sesión del 21 de enero de 2005, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero de dicho año, la tasa de interés correspondiente al plazo de 7 días sería la tasa de interés líder de la política monetaria, por ser ésta la que más influencia ejerce sobre el comportamiento de la inflación.

²² Las sesiones fueron realizadas el 26 de enero, el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2006.



Por su parte, las tasas de interés de las operaciones de estabilización monetaria en el mecanismo de licitación fueron determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron. El Comité de Ejecución continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada uno de los plazos, los cuales se fijaron tomando en cuenta la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado y con base en la regla establecida para el efecto, la que, a su vez, se basa en propiciar una estructura de plazos acorde con su comportamiento histórico reciente y en reducir gradualmente el saldo de operaciones de estabilización monetaria de muy corto plazo.

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, determinó que, a partir de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación cada lunes a plazos de 91 días y 364 días, y cada viernes a plazos de 182 días y 728 días. Posteriormente, estableció que a partir del 20 de enero la licitación de los viernes se limitara al plazo de 182 días.

Asimismo, determinó que a partir del 27 de marzo, con el propósito de fomentar la competencia en el mecanismo de licitaciones, se redujera la frecuencia de éstas a una por semana (los lunes) y que los plazos se licitaran de forma alterna; es decir, 91 días y 364 días en una semana y 182 días y 364 días en la semana siguiente. El propósito de esta última medida se relaciona con el hecho de que el esquema monetario de metas explícitas de



inflación requiere de un marco operacional basado en la realización de operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado que no sólo motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos, sino que, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos, a fin de que el Banco Central envíe señales claras y explícitas al mercado de dinero sobre la orientación de su política, así como recibir de éste aquélla información que le permita disponer de elementos adicionales para la toma de decisiones.

En ese contexto, se estima que las medidas adoptadas durante el primer semestre de 2006, relacionadas con la reducción de la frecuencia de licitaciones, contribuyen, juntamente con las mejoras a los procedimientos operativos aprobados por Junta Monetaria, relacionadas con la expedición de certificados de depósitos a plazo por fecha de vencimiento y la transferencia de titularidad de los depósitos a plazo en custodia en el Banco Central, a estimular el mercado de los depósitos a plazo del Banco de Guatemala. En efecto, se considera que la reducción de la frecuencia de las licitaciones ayudará a incrementar la competencia entre los participantes en el mercado.

En la tabla siguiente puede observarse que las tasas de interés promedio ponderado mensual han mostrado estabilidad para los plazos convocados.

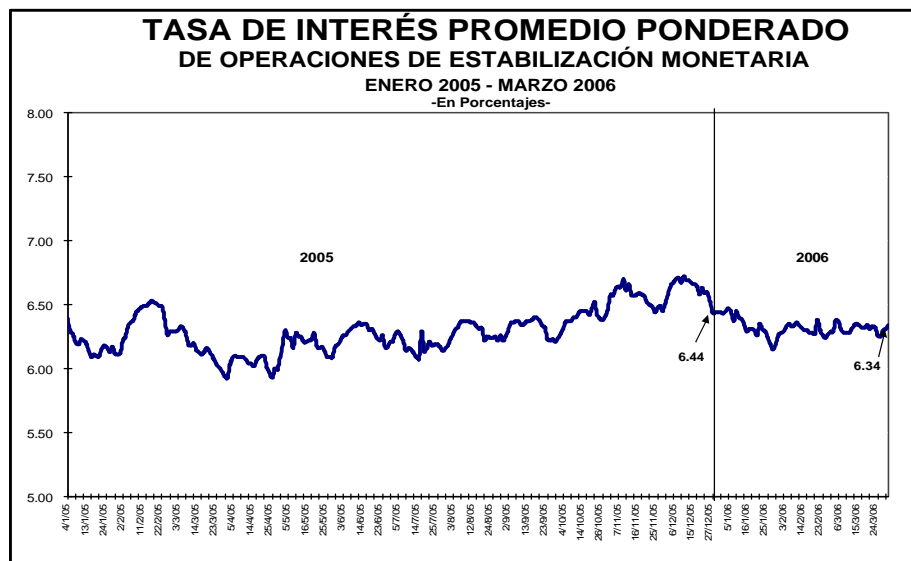
**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL
DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
EN LICITACIÓN
DE ENERO A MARZO 2006
- En Porcentajes -**

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO
91	5.00	5.00	5.00
182	5.50	5.50	5.50
364	6.25	6.25	6.25
728 ^{a/}	7.00		

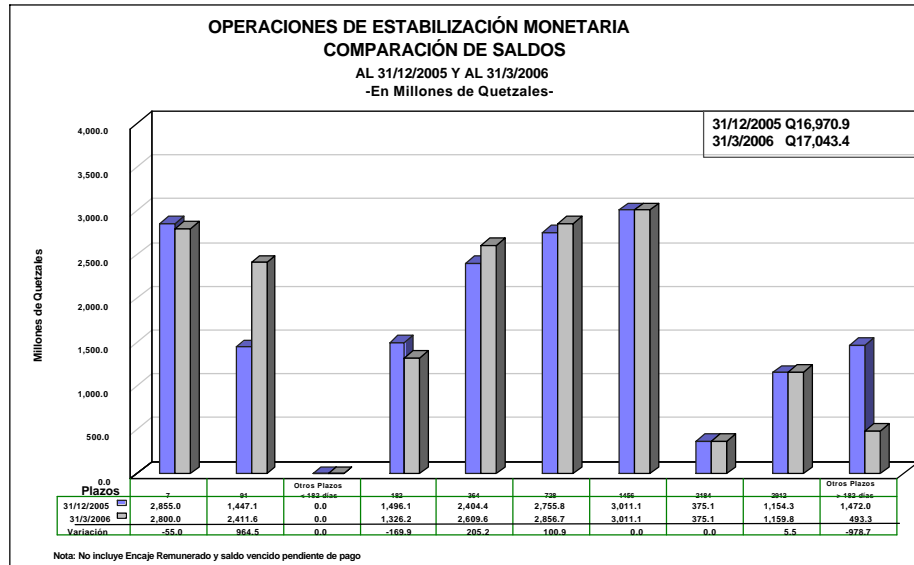
^{a/} Para este plazo se dejó de convocar a licitación a partir del 16 de enero de 2006



En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo de las operaciones de estabilización monetaria, durante el período del 31 de diciembre de 2005 al 31 de marzo de 2006, ésta mostró un comportamiento a la baja, al pasar de 6.44% a 6.34%, como consecuencia de los factores siguientes: i) nivel de las tasas de interés reconocidas en las captaciones a plazos iguales o menores a un año y ii) cambio en la estructura del saldo de las operaciones de estabilización monetaria por plazos (traslado de la liquidez a plazos menores de 180 días)²³. En las gráficas siguientes, se muestra, por una parte, el comportamiento de la tasa de interés de enero de 2005 a marzo de 2006 y, por la otra, se comparan los saldos de las operaciones de estabilización monetaria observados al 31 de diciembre de 2005 con los registrados al 31 de marzo de 2006.

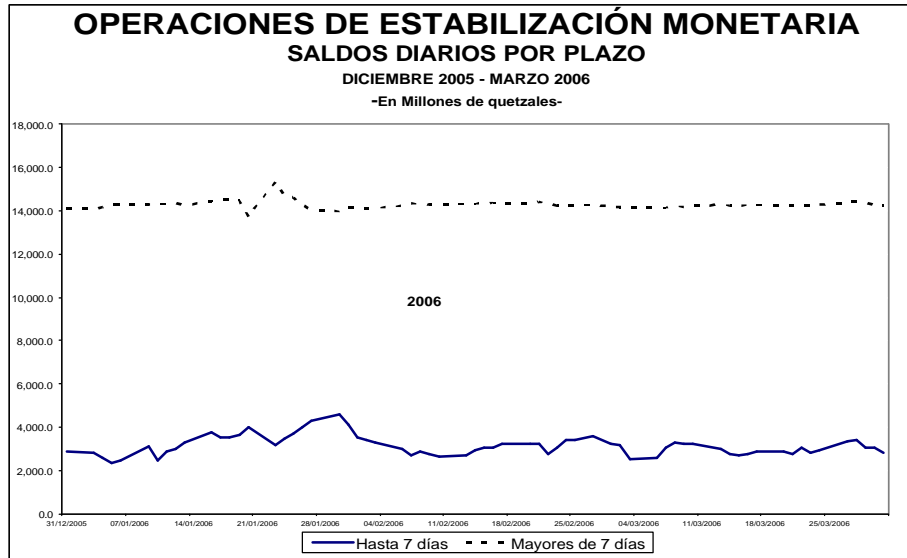


²³ Al 31 de diciembre de 2005 las operaciones de estabilización monetaria a plazos menores de 180 días representaban el 25.3% del total y a plazos mayores el 74.7% del total; en tanto que al 31 de marzo de 2006, tales operaciones a plazos menores de 180 días representaban el 30.6% y a plazos mayores el 69.4%.



Al analizar las operaciones de estabilización monetaria por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de política monetaria) y a plazos mayores. Como puede observarse en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un máximo de Q15,334.0 millones (82.9% del total) el 23 de enero de 2006 y un mínimo de Q13,957.1 millones (75.3% del total) el 30 de enero de 2006. Por su parte, las operaciones a 7 días registraron un máximo de Q4,578.2 millones (24.7% del total) el 30 de enero de 2006 y un mínimo de Q2,352.1 millones (14.1% del total) el 5 de enero de 2006. El saldo total de las operaciones de estabilización monetaria registrado al 31 de marzo de 2006 ascendió a Q17,052.6 millones²⁴, del cual Q2,799.9 millones (16.4%) corresponde al plazo de 7 días.

²⁴ Incluye saldo vencido pendiente de pago por Q9.2 millones.



Por otra parte, en cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés de 7.65%. Cabe mencionar que durante el primer trimestre de 2006 se mantuvo la brecha de 3.40 puntos porcentuales entre la tasa de interés líder activa (de inyección) y la pasiva (de colocación).

b) En moneda extranjera

El Comité de Ejecución, tomando en consideración los vencimientos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, decidió que el Banco de Guatemala convocara a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América una vez por semana, del 18 de enero al 1 de febrero, a los plazos de 91 días y de 364 días. Para la determinación de la tasa de interés que se aplicaría en la adjudicación respectiva, el Comité de Ejecución autorizó que se tomara como referencia la tasa de interés de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América para plazos similares. En cuanto al período del 1 al 17 de enero y a partir del 2 de febrero, dicho Comité, tomando en cuenta que no existían presiones cambiarias ni se preveían vencimientos significativos de los referidos bonos, estimó innecesario convocar a licitaciones en los períodos indicados.



Cabe señalar que el Comité de Ejecución decidió, a partir del 19 de enero, atender la solicitud de entidades públicas para la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, a plazos de 91 días y de 364 días, para lo cual estableció como referencia la tasa de interés de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a dichos plazos, considerando que éstas no deberían de implicar costos adicionales al Banco Central.

2. Curva de rendimiento

Uno de los pilares fundamentales del esquema de metas explícitas de inflación es la transparencia, la cual propicia la comunicación activa y fluida entre la autoridad monetaria y los agentes económicos, con el fin de influir positivamente sobre las expectativas de inflación de estos últimos. Esta interacción de los flujos de información es particularmente relevante en el caso del mercado financiero, ya que éste es parte importante del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Cabe puntualizar que uno de los principales indicadores utilizados en el proceso de comunicación indicado es la curva de rendimiento.

Definición de la curva de rendimiento. La curva de rendimiento es la representación gráfica de la relación entre el rendimiento de los bonos de la misma calidad crediticia, pero con vencimientos diferentes²⁵. La curva de rendimiento implica una relación entre las tasas de interés de instrumentos de largo plazo y las tasas de interés esperadas de activos financieros de corto plazo. Por esa razón dicha curva facilita la comprensión del efecto de las tasas de interés de corto plazo en las tasas de interés de largo plazo. Además, esta curva permite a los gestores de la política monetaria extraer información acerca de las expectativas de los participantes en el mercado financiero, aspecto de mucha utilidad en el esquema de metas explícitas de inflación (en Anexo 6 se presentan los aspectos teóricos y la evidencia empírica de la curva de rendimiento).

²⁵ Harris, L. (1981). *Monetary Theory*. McGraw-Hill, New York, USA.

Política monetaria y curva de rendimiento. La transparencia, como se mencionó, es uno de los pilares principales del esquema de metas explícitas de inflación, lo que entraña un flujo continuo de información de la autoridad monetaria hacia el mercado y viceversa. Lo que se persigue con esto es fortalecer la credibilidad de la política monetaria a través de anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Para cumplir el cometido mencionado, la curva de rendimiento puede constituirse en una variable esencial, ya que el Banco Central influye sobre la misma y, simultáneamente, obtiene información relevante acerca de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. En tal sentido, una curva de rendimiento con pendiente positiva indica que el público espera que la inflación aumente en el futuro. Cuando la curva de rendimiento es horizontal, los agentes económicos esperan que la inflación se mantenga estable. Una curva con pendiente negativa indica que el público espera una reducción de la tasa de inflación.

Pendientes de la curva de rendimiento		
Pendiente Positiva	Horizontal	Pendiente negativa

Es importante puntualizar que, además, la pendiente de la curva de rendimiento indica la credibilidad en la gestión monetaria. Una curva con pendiente negativa o bien horizontal indica que la política de reducción de la inflación del Banco Central es creíble, pero una curva con pendiente positiva implica que el público espera que la inflación aumente en el futuro y, por lo tanto, demanda una prima por inflación. Para países con mercados financieros desarrollados, McCallum²⁶ ha propuesto, como alternativa a la Regla de Taylor, una regla de política monetaria que, con base en la teoría pura de las

²⁶ McCallum, B. T. (1994). "Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates," NBER Working Paper No. 4938.



expectativas, utilice una regla para la tasa de interés en la cual dicha tasa se ajuste de acuerdo a los cambios en la pendiente de la curva de rendimiento; es decir, que cuando la pendiente de la curva se torne positiva, la tasa de interés de corto plazo debe aumentar, mientras que si la pendiente es negativa debe reducirse la tasa de interés. La idea fundamental consiste en tratar de mantener una curva de rendimiento horizontal, lo cual es consistente con el esquema de metas explícitas de inflación.

Conformación de la curva de rendimiento para mejorar el esquema operacional del Banco de Guatemala en las operaciones de estabilización monetaria.

En el marco de la adopción, por parte del Banco de Guatemala, de un esquema completo de metas explícitas de inflación, y siguiendo las recomendaciones de expertos internacionales, se han estado visualizando e implementando gradualmente una serie de mejoras al esquema operacional de la política monetaria, incluyendo acciones tendentes a contribuir con el desarrollo del mercado secundario de valores, lo cual se considera una fuente de información para el establecimiento de la curva de rendimiento.

El Banco de Guatemala ha realizado las siguientes acciones en este campo:

- Reducción del número y frecuencia de las licitaciones;
- Establecimiento de cupos por plazo en licitaciones;
- Establecimiento de la tasa de interés de CDPs a 7 días-plazo como tasa líder de política monetaria; y,
- Permitir que las tasas de interés de operaciones de estabilización monetaria en el mecanismo de licitación sean determinadas por las condiciones del mercado.

Adicionalmente, la Junta Monetaria, dentro de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, instruyó al Banco de Guatemala para que realice las acciones tendentes a:

- Expedir Certificados de Depósito a Plazo por fecha de vencimiento;
- Permitir que los Certificados de Depósito a Plazo se registren en custodia en el Banco de Guatemala;



- Que se permita el cambio de la titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala; y,
- Que los Certificados de Depósito a Plazo expedidos físicamente, que se encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

Al respecto, se estima que las acciones descritas permitirán al Banco de Guatemala contribuir al desarrollo de un mercado secundario y, por consiguiente, a la formación de precios de mercado para los certificados de depósito a plazo, lo cual proporcionaría información para construir la parte corta de la curva de rendimiento.

3. Tasa parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”²⁷, que incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal, de manera que la tasa de interés resultante indique los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 establece que la tasa parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

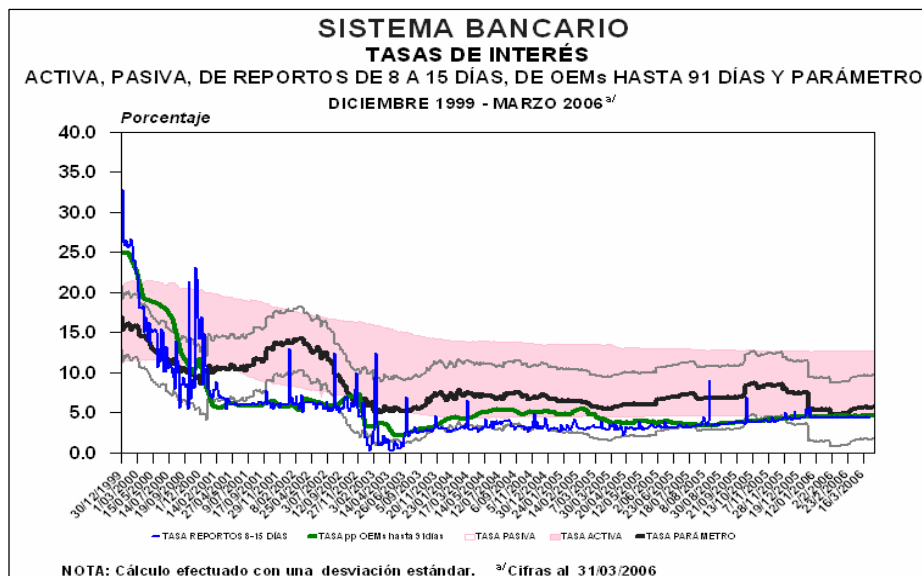
Al 31 de marzo de 2006, la tasa parámetro se ubicó en 5.71% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 9.66% y 1.76%, respectivamente. Cabe indicar que durante el primer trimestre la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro, ubicándose al 31 de marzo en 4.40%. Por su parte, a la misma fecha, la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria

²⁷ 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”.



se situó en 4.60%, ubicándose dentro de los límites citados, lo que indica que la política monetaria a lo largo del primer trimestre de 2006 fue neutral.

Es importante mencionar que para inicios de 2006, la tasa parámetro tuvo una reducción en su nivel, lo cual acentuó su tendencia descendente. Lo anterior se asocia, por una parte, a que para el cálculo de dicha variable se actualizó la tasa de crecimiento estimada del PIB para 2006 de 4.4%, superior en 1.2 puntos porcentuales a la que se venía utilizando en 2005 (3.2%); y, por la otra, a que se actualizó la tasa de inflación incorporando el dato puntual de 6.0%, superior en 1 punto porcentual a la que se venía aplicando en 2005 (5.0%). Lo anterior influyó en que el valor central de la tasa parámetro disminuyera respecto al del año anterior, reduciendo la diferencia entre el referido valor central y el promedio simple de las tasas de interés de corto plazo.



4. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva doméstica

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

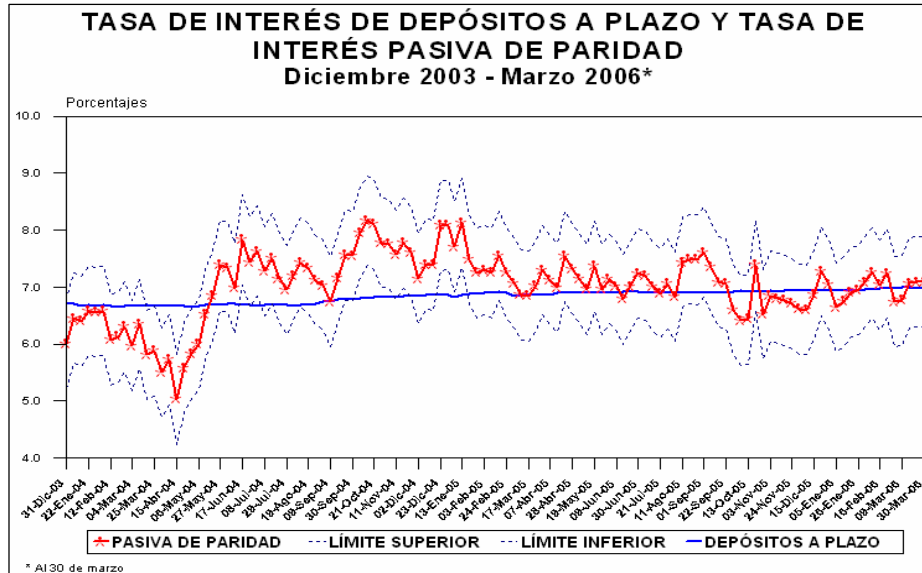


Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América como una tasa de interés pasiva externa comparable a la tasa de interés pasiva doméstica en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para los depósitos a plazo). Además, como una medición aproximada de la prima por riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio promedio (compra y venta) observado y el tipo de cambio promedio (compra y venta) negociado en el mercado de futuros guatemalteco. A la vez, para medir aproximadamente la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los bonos guatemaltecos colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero a marzo de 2006, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica), con excepción de febrero y la última quincena de marzo, fue superior a la tasa pasiva de paridad. Al 30 de marzo de 2006, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario alcanzó 6.97%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.09%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que durante el primer trimestre de 2006 habría resultado más favorable ahorrar externamente.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa pasiva de paridad²⁸, la misma se ubicó en el primer trimestre de 2006 dentro de dicho margen, por lo que la orientación de dicha variable indicó que la política monetaria se mantuviera invariable.

²⁸ La Junta Monetaria en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, acordó que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de \pm una desviación estándar. Al considerar una serie semanal con información comprendida entre el 31 de diciembre de 2004 y el 31 de diciembre de 2005, se estableció que una desviación estándar equivale a 0.79 puntos porcentuales.

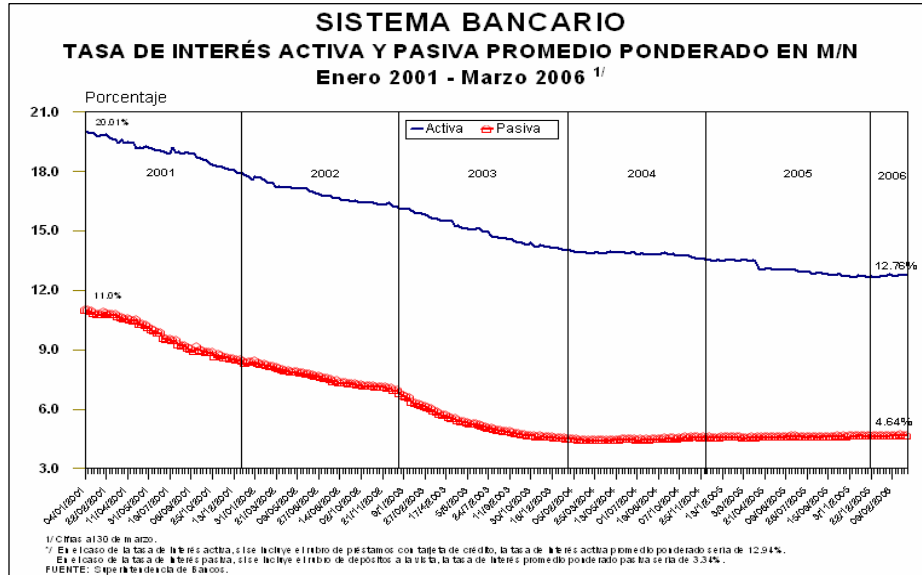


5. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario²⁹

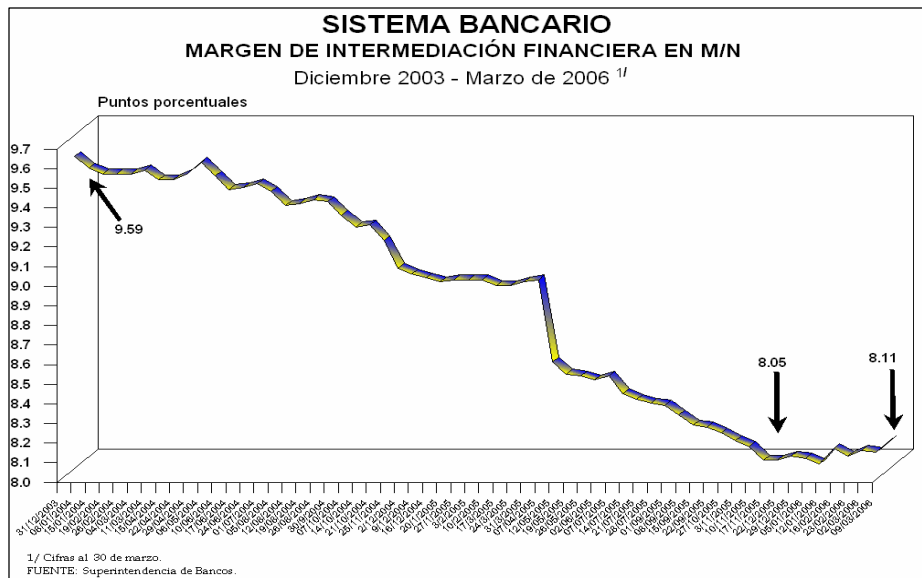
a) En moneda nacional

De enero a marzo de 2006, las tasas de interés promedio ponderado, continuaron con un comportamiento estable y con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 30 de marzo se situó en 12.76%, superior en 0.09 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2005 (12.67%); mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.65%, superior en 0.03 puntos porcentuales respecto de la registrada al 31 de diciembre de 2005 (4.62%).

²⁹ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación el dato correspondiente al rubro de préstamos con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. En el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye en la ponderación el dato correspondiente a los depósitos a la vista. Recientemente, se acordó entre ambas instituciones adoptar una metodología uniforme e implementarla gradualmente.



Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, al 30 de marzo de 2006, el margen de intermediación financiera se situó en 8.11 puntos porcentuales, superior en 0.06 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2005 (8.05%).

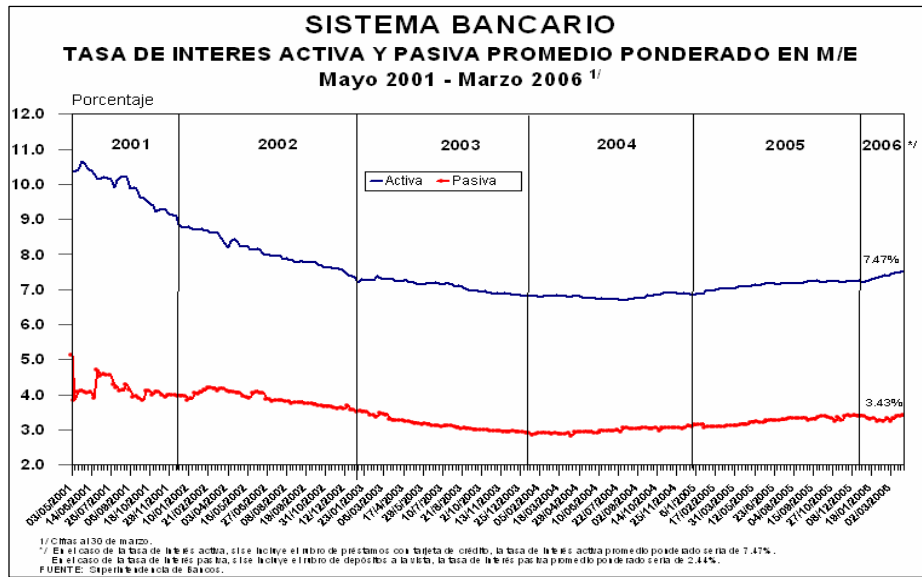


b) En moneda extranjera

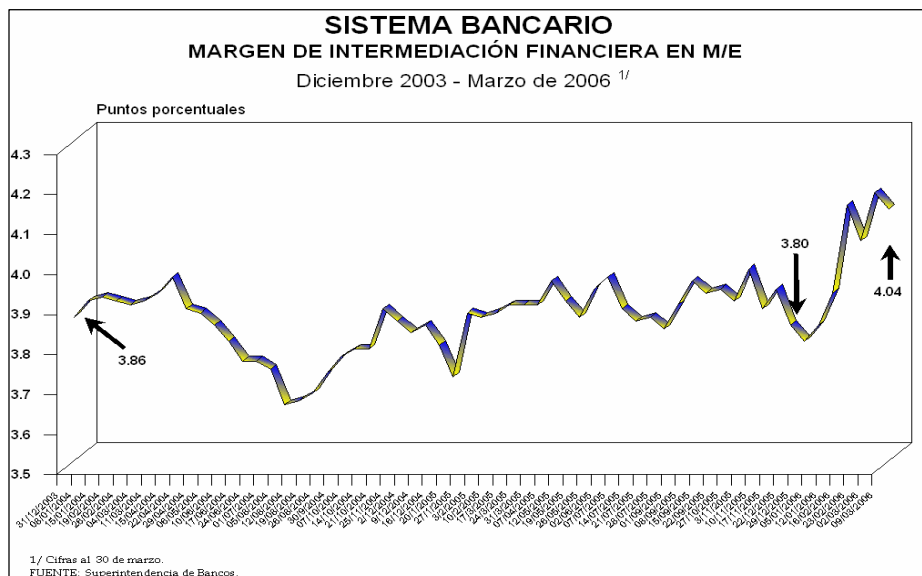
Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, durante el período enero-marzo de 2006, han mostrado un comportamiento



estable, con una leve tendencia hacia el alza en el caso de la tasa activa y estabilidad en la tasa pasiva. En efecto, la tasa de interés activa al 30 de marzo se situó en 7.47%, superior en 0.26 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2005 (7.21%), mientras que la tasa pasiva mostró una menor variación al situarse en 3.43% (3.41% a diciembre de 2005).



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado el margen de intermediación financiera aumentó en 0.24 puntos porcentuales, al pasar de 3.80 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 4.04 puntos porcentuales al 30 de marzo de 2006.

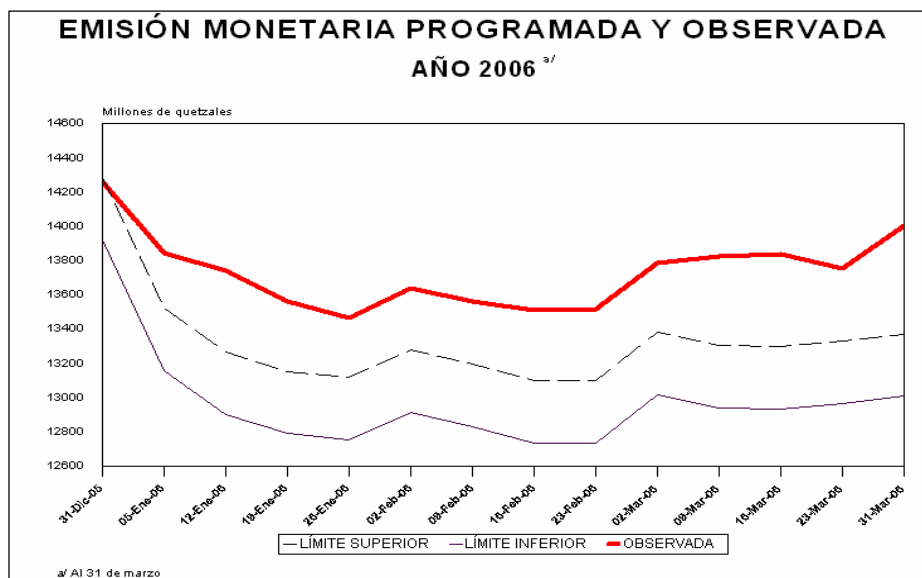


C. EMISIÓN MONETARIA Y PROGRAMA MONETARIO

Conforme al programa monetario para 2006, se estima que al finalizar el año la demanda de emisión monetaria crezca en alrededor de 9.9% en relación al nivel observado a finales de 2005, compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 4.4% y con la meta de inflación prevista de 6% (+/- 1 punto porcentual).

Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los cambios que podrían registrarse en la misma.

El comportamiento de la emisión monetaria durante el primer trimestre de 2006 se puede observar en la gráfica siguiente.



Durante el primer trimestre, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando un desvío promedio diario de Q437.6 millones. Dicho excedente de emisión se explica, por el lado de la oferta, principalmente porque en el período en mención el nivel de Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs- fue menor en aproximadamente Q2,275.0 millones con respecto de lo previsto en el programa monetario vigente.



La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central, en el que, como se indicó, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca alrededor de 9.9% en el año.

A continuación se presenta el cumplimiento del programa monetario para el primer trimestre de 2006.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2006
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2005 AL 31 DE MARZO DE 2006
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	2078	2665	587
US\$	260	333	73
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2991	-3578	-587
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1147	-2800	-1653
1.1. Gobierno Central	-920	-2196	-1276
1.2. Resto sector público	-227	-604	-377
2. Posición con bancos y financieras.	325	-407	-732
2.1. Crédito a bancos y financ.	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	325	-407	-732
3. Otros activos netos	135	248	113
3.1. Gastos y productos	158	196	38
3.2. Activos netos no clasificados	-23	52	75
4. Operaciones de estabilización monetaria	0	336	336
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-2304	-955	1349
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-913	-913	0
Memo:			
OEMs totales	-2531	-256	2275

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

1. Monetización externa

El programa monetario previó para el primer trimestre de 2006 un aumento en el nivel de Reservas Internacionales Netas -RIN- por Q2,078.0 millones (US\$260.0 millones); sin embargo, al 31 de marzo las RIN exhibieron un aumento de Q2,664.9 millones (US\$333.1 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q586.9 millones



(US\$73.1 millones) a lo programado para el primer trimestre de 2006. Dicho resultado se asocia, por una parte, al desembolso recibido del BID por US\$60.0 millones destinado al Programa de Mejoramiento de la Calidad Social y, por la otra, a las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el Sistema de Negociación Electrónico de Divisas -SINEDI- por US\$6.5 millones. Cabe señalar que ambos ingresos no estaban previstos en el programa monetario.

2. Activos internos netos

a) Posición con el sector público

De enero a marzo del presente año el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q2,195.8 millones, superior en Q1,275.8 millones respecto de lo previsto en el programa monetario.

El aumento en referencia se explica, por una parte, por el financiamiento externo recibido de préstamos otorgados por el BIRF, el BCIE y por el BID y, por otra, por el financiamiento interno obtenido por la colocación de Bonos del Tesoro por Q1,841.5 millones, de los cuales Q926.7 millones se realizaron por medio del mecanismo de licitación y Q914.8 millones por medio del mecanismo de subasta.

Por su parte, la posición del resto del sector público fue desmonetizante en Q604.0 millones, superior en Q377.0 millones respecto a lo programado para el primer trimestre. Este resultado se deriva, tanto del aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q591.8 millones como por el aumento de sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q12.2 millones.

b) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, durante el primer trimestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q325.0 millones, derivado de la disminución prevista del encaje bancario en el Banco Central por parte de tales entidades. Cabe indicar que el comportamiento observado del referido encaje bancario durante el trimestre fue desmonetizante en Q406.9 millones, en virtud del aumento de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala.



c) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al 31 de marzo fue monetizante en Q195.8 millones, monto superior en Q37.8 millones respecto de lo programado. Dicho efecto monetizante se asocia, principalmente, al pago de intereses de las operaciones de estabilización monetaria y al resultado neto de funcionamiento, lo que fue contrarrestado parcialmente por el rendimiento de las RIN.

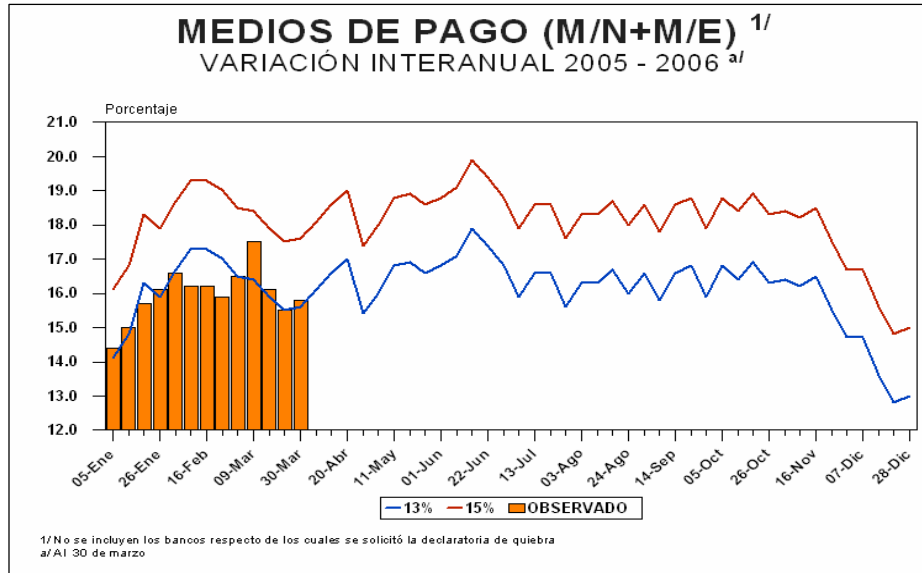
d) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que en el primer trimestre de 2006 se tendrían que realizar Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs- por Q2,531.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al 31 de marzo, el saldo de las OEMs registró un aumento de Q255.6 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005, lo que generó una desviación en dicha variable por Q2,275.4 millones.

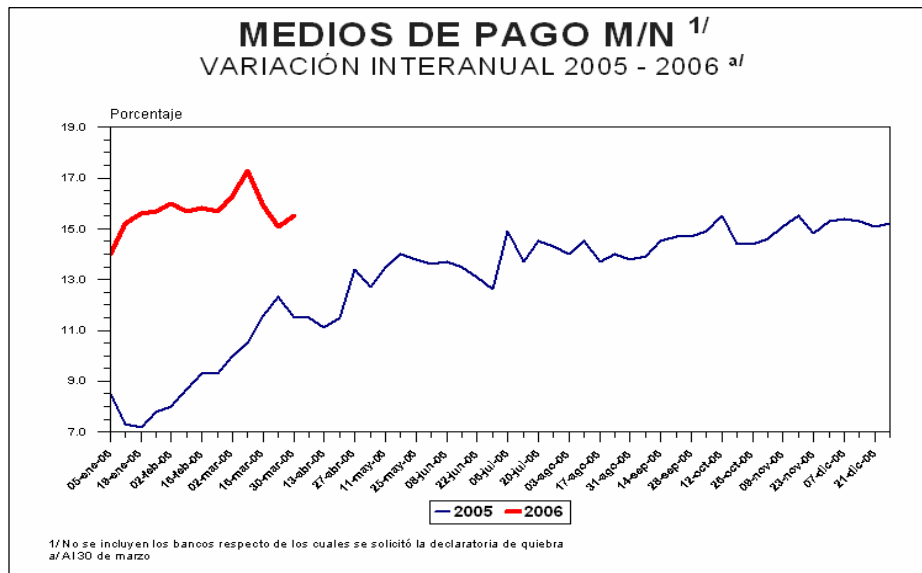
Dicha desviación se integra por la menor realización de OEMs en moneda nacional con el sector privado y bancos por Q2,640.3 millones, moderado por las mayores inversiones en CDPs de las entidades públicas por Q364.9 millones.

D. MEDIOS DE PAGO

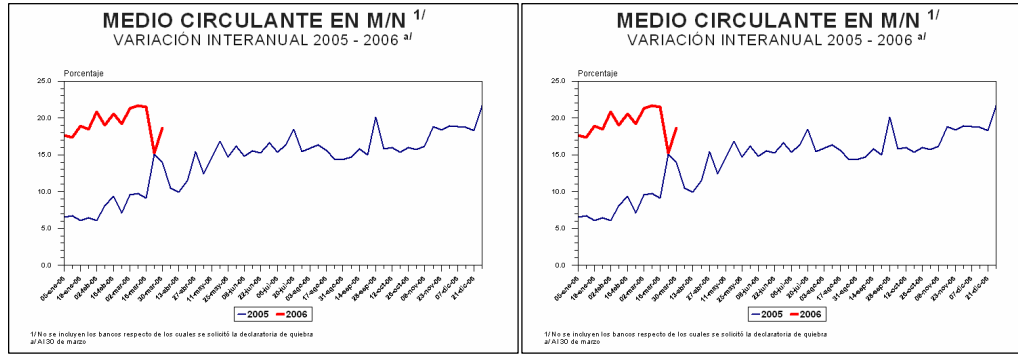
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales -M2- crecerán entre 13% y 15%, en términos interanuales. Al 30 de marzo de 2006, la variación interanual de los medios de pago fue de 15.8% la cual se ubica dentro del rango esperado para esa fecha (15.6% - 17.6%).



Por su parte, el agregado monetario M2 en moneda nacional registró, al 30 de marzo de 2006, un saldo de Q67,793.8 millones, con un crecimiento interanual de 15.5% (Q9,109.8 millones), superior en 4.2 puntos porcentuales al observado en igual período del año anterior (11.3%).



Entre los componentes de los medios de pago -M2- en moneda nacional, el cuasidineró registró una tasa de crecimiento interanual de 12.7% (Q3,869.5 millones) y el medio circulante de 18.6% (Q5,240.3 millones).



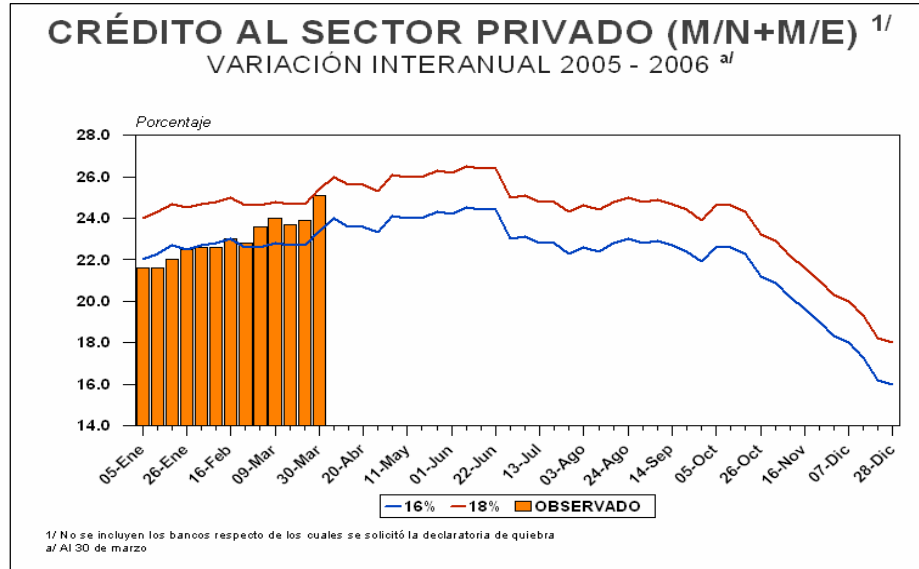
Por su parte, los medios de pago -M2- en moneda extranjera registraron al 30 de marzo un saldo equivalente a Q8,497.6 millones, con un crecimiento interanual de Q1,287.2 millones (17.9%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció por el equivalente a Q826.8 millones (21.3%) y los depósitos monetarios por el equivalente a Q460.4 millones (13.8%), ambos en términos interanuales.

E. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

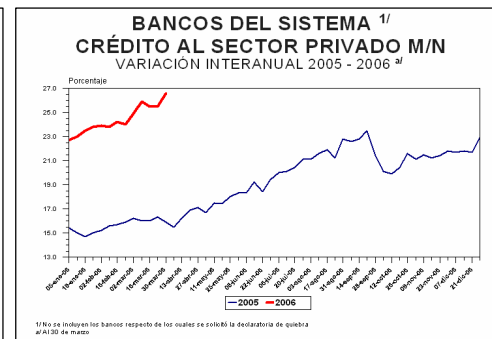
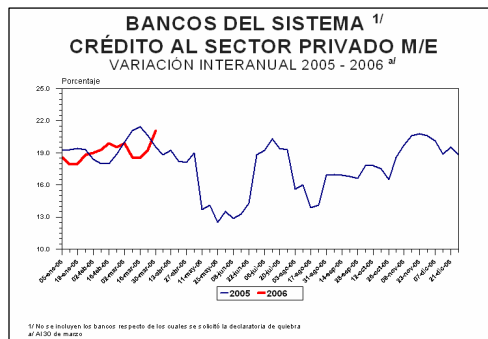
1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento interanual de entre 16.0% y 18.0%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 30 de marzo de 2006, la variación interanual del crédito bancario al sector privado se situó en 25.1%, la cual se ubica dentro del rango esperado para esa fecha (23.4% - 25.4%).



En lo que se refiere al crédito bancario al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q38,060.5 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 26.6% (Q7,992.2 millones). Por su parte, el crédito bancario al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q12,860.8 millones, con un crecimiento interanual de 21.1% (Q2,238.7 millones).



2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según el balance general al 28 de febrero de 2006 (última información disponible), se situó en Q46,014.1 millones, monto superior en Q9,020.0 millones (24.4%) al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que, al evaluar la información preliminar de la cartera crediticia bancaria por actividad



económica³⁰, el 82.3% se concentró en los sectores consumo, transferencias y otros (28.8%); comercio (18.9%); industria (12.5%); construcción (12.4%); y, establecimientos financieros³¹ (9.7%).

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de febrero 2005 a febrero de 2006, ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
A FEBRERO 2005 Y 2006
- Millones de quetzales y en porcentajes -

DESTINO	2005 (A)	2006 ^{a/} (B)	ESTRUCTURA %		VARIACIÓN ACUMULADA	
			2005	2006	ABSOLUTA B - A	RELATIVA (%) B/A
TOTAL DE CARTERA SEGÚN BALANCE	36,994.1	46,014.1			9,020.0	24.4
Sub-Total	32,341.1	39,688.1	100.0	100.0	7,347.0	22.7
Agricultura, ganadería silvicultura, caza y pesca	2,697.4	2,890.6	8.3	7.3	193.2	7.2
Explotación minas y canteras	6.3	42.0	0.0	0.1	35.7	566.7
Industria manufacturera	4,241.6	4,942.7	13.1	12.5	701.1	16.5
Electricidad, gas y agua	1,188.7	1,670.2	3.7	4.2	481.5	40.5
Construcción	3,372.5	4,910.4	10.4	12.4	1,537.9	45.6
Comercio	6,584.6	7,508.1	20.4	18.9	923.5	14.0
Transporte y almacenamiento	380.4	627.8	1.2	1.6	247.4	65.0
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	2,470.2	3,836.1	7.6	9.7	1,365.9	55.3
Servicios comunales, sociales y personales	1,319.5	1,819.8	4.1	4.6	500.3	37.9
Consumo, transferencias y otros	10,079.9	11,440.4	31.2	28.8	1,360.5	13.5
Saldo de Cartera, según el balance, de bancos que no presentaron información desagregada	4,653.0	6,326.0			1,673.0	36.0

a/ Información parcial en vista que tres instituciones no presentaron cifras desagregadas de la cartera; y, en 2005, se excluyen para efectos de comparación.
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

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

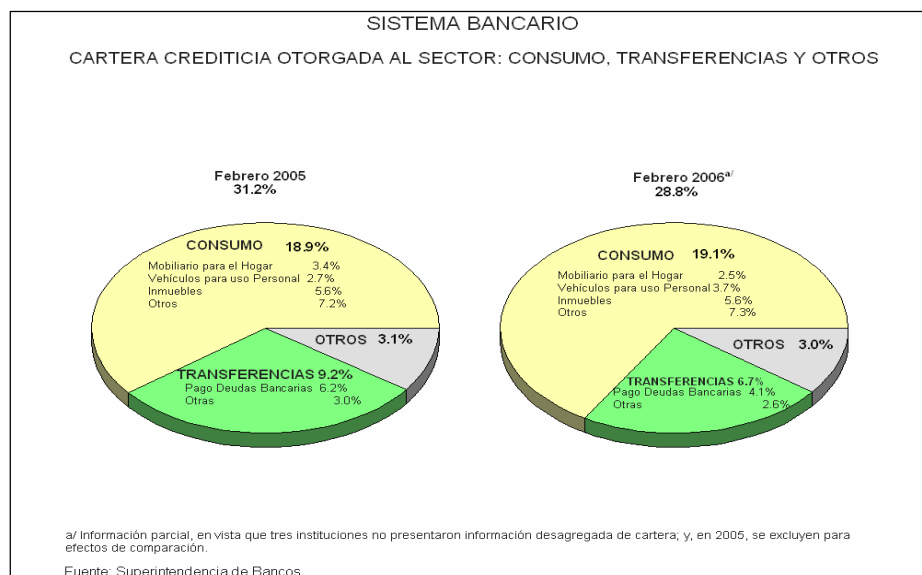
³⁰ La información es parcial en vista de que tres instituciones no presentaron información desagregada de la cartera por actividad económica.

³¹ Esta clasificación incluye el financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.

a) Crédito concedido al sector consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a este sector, al 28 de febrero de 2006, representó el 28.8% del financiamiento del sistema bancario (31.2% a febrero de 2005).

Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, a febrero de 2006, el consumo representó 19.1%, las transferencias 6.7% y otros 3.0%. Tomando en cuenta la importancia relativa de esta rama de actividad económica, se procedió a desagregar los componentes más importantes, lo cual se ilustra en la gráfica siguiente:

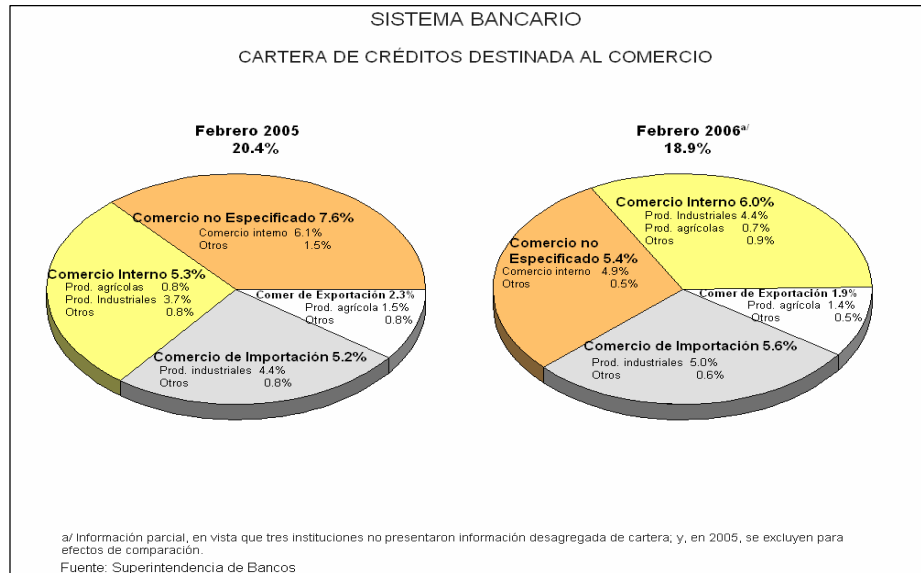


En el consumo se observa que a febrero de 2006, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 5.6%; de vehículos para uso personal con 3.7%; y, de mobiliario para el hogar con 2.5%, estructura que no varía significativamente con respecto a la observada en febrero de 2005. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, a febrero de 2006, sobresale el porcentaje de pago de deudas bancarias con 4.1%, el cual es inferior en 2.1 puntos porcentuales con relación a lo observado en febrero de 2005 (6.2%).

b) Crédito concedido al sector comercio

La cartera de créditos concedida al sector comercio, al 28 de febrero de 2006, representó el 18.9% de la cartera total otorgada por el sistema bancario (20.4% en febrero de 2005).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de este destino.

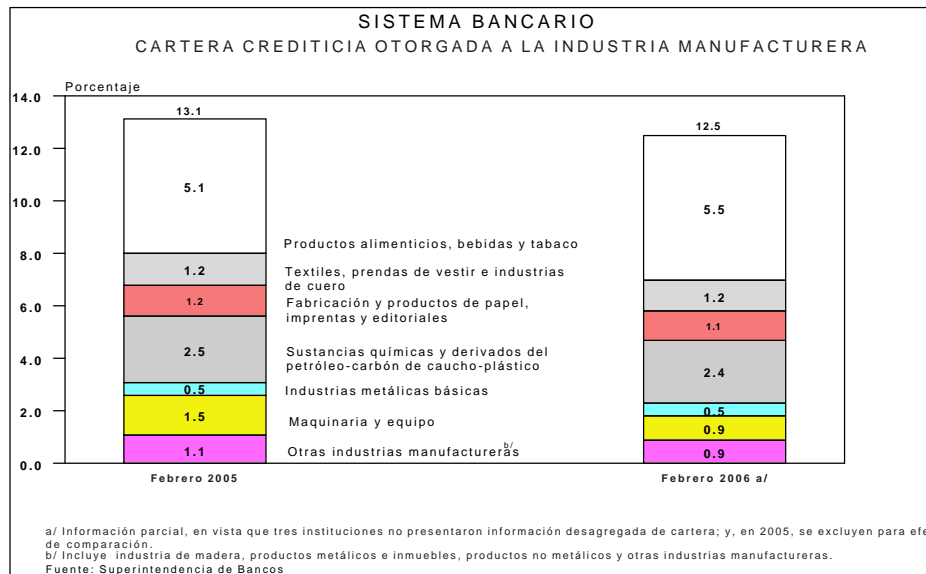


A febrero de 2006, respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio interno con 6.0% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); le siguen en su orden, financiamiento al comercio de importación con 5.6% (incluye los rubros de productos industriales y otros); comercio no especificado con 5.4% (que incluye las subcuentas de comercio interno y otros); y, por último, comercio de exportación con 1.9% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros es similar a la que se observó en febrero de 2005.

c) Crédito concedido al sector industria

Al 28 de febrero de 2006, última información disponible, el crédito al sector industria representó el 12.5% de la cartera del sistema bancario (13.1% a febrero de 2005).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de este destino.

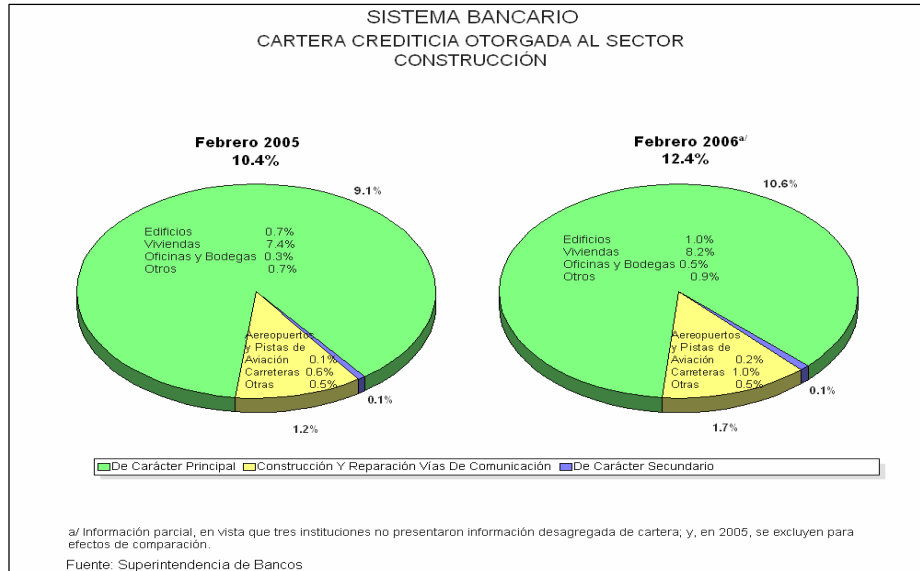


Al evaluar cada uno de los componentes del sector industria, se tiene que, a febrero de 2006, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con un 5.5%; el financiamiento para industrias de sustancias químicas y derivados del petróleo con 2.4%; el crédito destinado a la industria textil, prendas de vestir e industrias de cuero con 1.2%; y, fabricación y productos de papel, imprentas y editoriales con 1.1%. La referida estructura es similar a la que se observó en febrero de 2005.

d) Crédito al sector construcción

Al 28 de febrero de 2006, la cartera crediticia otorgada al sector construcción representó el 12.4% del total de la cartera del sistema bancario (10.4% a febrero de 2005).

A continuación se presenta la desagregación de los componentes más significativos de este destino.



A febrero de 2006, destaca el financiamiento de carácter principal con un 10.6% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), superior en 1.5 puntos porcentuales respecto al observado a febrero de 2005 (9.1%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en todos los casos son mayores a los observados en febrero de 2005, en particular, el financiamiento a vivienda que pasó de 7.4% en 2005 a 8.2% en 2006, lo cual en buena parte explica el dinamismo del sector construcción en la captación de financiamiento destinado a la actividad económica del país.

e) Evolución de la cartera crediticia por actividad económica

Al analizar las tasas de variación interanual de la cartera crediticia por actividad económica para un período largo (1991-2005), se observa que los sectores más dinámicos fueron el consumo y transferencias, la construcción, establecimientos financieros y comercio, con tasas de crecimiento promedio, en el citado período, de 28.3%, 18.9%, 17.4%, y 16.1%, respectivamente.



SISTEMA BANCARIO ^{1/}
VARIACIÓN INTERANUAL DE LA CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO
En porcentajes

Año	Total	Industria	Comercio	Consumo y Transferencias	Construcción	Agricultura y Otros ^{2/}	Establecimientos Financieros	Otros
1991	15.4	8.3	13.2	-9.1	12.9	11.8	8.3	197.7
1992 ^{a/}	35.1	6.6	41.6	69.3	40.8	31.4	8.4	62.6
1993	13.5	6.2	29.4	40.9	29.0	23.9	7.7	-60.1
1994 ^{b/}	27.8	-8.5	49.8	37.5	-0.3	11.0	39.6	117.1
1995 ^{b/}	32.7	24.8	30.6	14.5	54.1	53.1	45.0	34.9
1996	11.8	14.8	16.0	11.2	20.2	12.3	-12.6	-2.3
1997	16.6	-4.2	18.2	45.2	20.5	3.9	23.3	-13.6
1998 ^{c/}	26.9	2.4	15.5	52.8	20.7	23.8	58.0	27.3
1999	13.6	2.1	8.4	8.6	1.8	23.9	2.6	106.9
2000	8.8	42.4	5.0	25.1	0.3	3.4	-4.9	-25.7
2001	7.8	14.2	10.6	33.5	-22.5	-26.0	-23.1	6.3
2002	8.2	19.1	1.9	19.6	-4.4	-3.9	7.0	-16.3
2003	10.8	10.1	-1.8	13.4	9.0	27.7	23.8	25.1
2004	17.2	0.1	-4.5	37.2	43.2	-5.5	10.4	7.7
2005 ^{d/}	22.0	-1.4	7.1	25.4	58.7	0.2	67.5	32.2

1/ No incluye bancos respecto de los cuales se solicitó la declaratoria de quiebra.

2/ Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca y Explotación de Minas y Canteras.

a/ Primer boom de crédito.

b/ Segundo boom de crédito.

c/ Tercer boom de crédito.

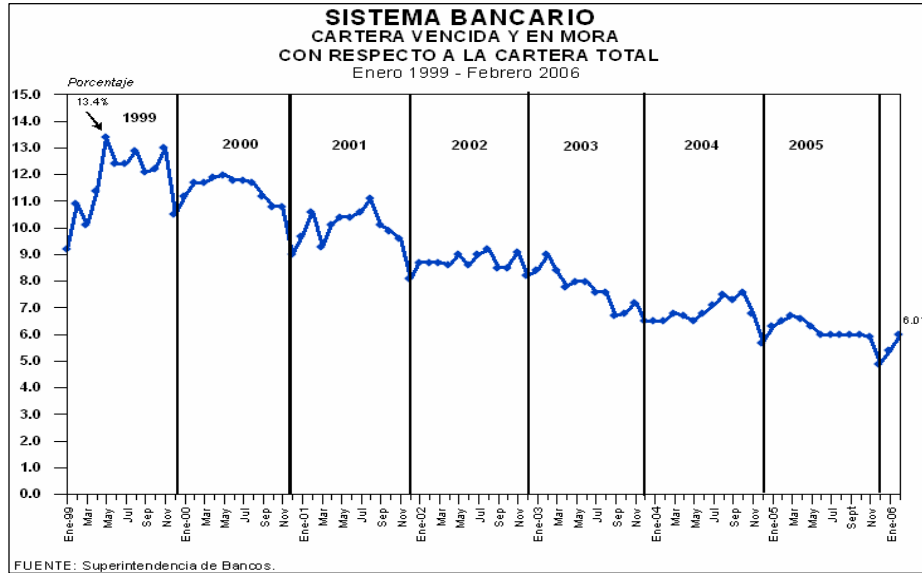
d/ Congruente con el "Instructivo para el envío de información mensual de saldos de cartera" de la Superintendencia de Bancos, vigente a partir de noviembre de 2005. Cifras preliminares.

FUENTE: Superintendencia de Bancos

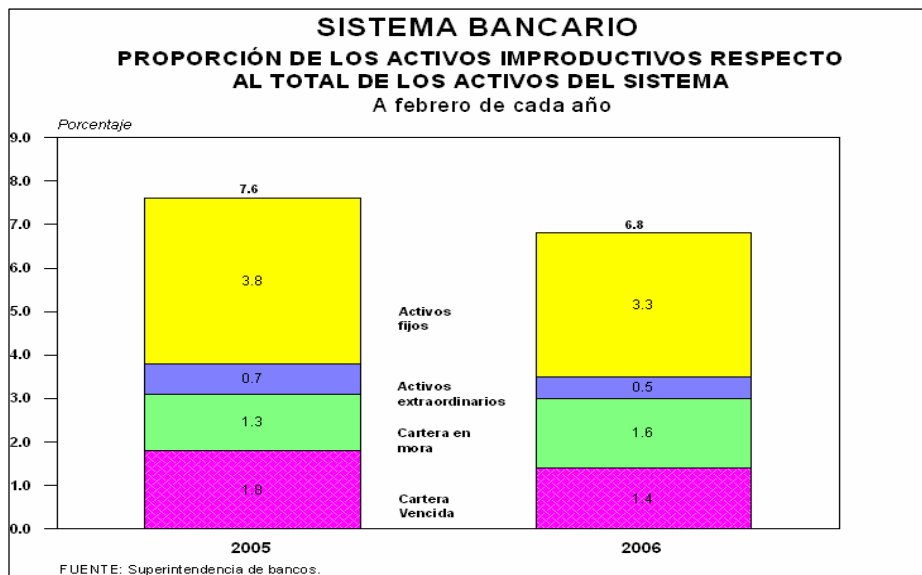
3. Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida) respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en mayo de 1999 dicho indicador se situó en 13.4% (porcentaje más alto registrado durante el período 1999-2006), hasta situarse en 6.0% en febrero de 2006 (última información disponible).

Al 28 de febrero de 2006, el monto de la cartera contaminada se situó en Q2,761.7 millones, en el que la cartera vencida representa el 2.7% de la cartera total (3.7% a febrero de 2005) y la cartera en mora el 3.3% (2.8% a febrero de 2005).



Por su parte, los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja al situarse en 6.8% en febrero de 2006, porcentaje que es inferior al registrado en febrero de 2005 (7.6%).



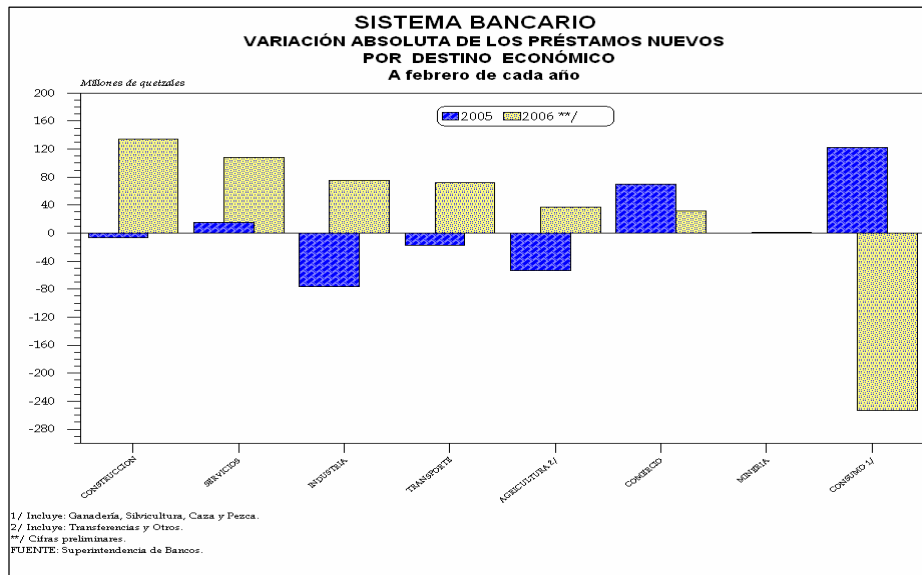
4. Préstamos nuevos

Al 28 de febrero de 2006, el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q2,340.7 millones, monto



superior en Q206.5 millones (9.7%) al registrado en igual período del año anterior.

El aumento de los préstamos nuevos se explica principalmente por el aumento del financiamiento canalizado a la construcción, en Q134.0 millones; a los servicios, en Q108.1 millones; a la industria, en Q74.8 millones; al transporte, en Q72.5 millones; a la agricultura, en Q37.2 millones; y, a la minería, en Q0.7 millones.



RECUADRO 3

EVIDENCIA EMPÍRICA ACERCA DEL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Modelo de demanda de crédito bancario al sector privado

La literatura económica moderna³² indica que la demanda de crédito bancario tiene ciertos determinantes fundamentales que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios se estimó la función de demanda de crédito bancario, tomando en consideración la información estadística que abarca el período de enero de 2001 a enero de 2006.

Los resultados econométricos obtenidos confirman que la demanda de crédito bancario en el país depende, *ceteris paribus*, de la actividad económica y de otros precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal) en un 76.5%. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas al nivel de confianza del 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, tal como se ilustra a continuación:

$$CSP_t = 36.8 + 0.52 IMAE_t - 0.36 TASA INTERÉS_t - 2.71 TIPO CAMBIO_t + e_t,$$

(8.61)	(4.85)	(-9.63)	(-4.95)
---------	--------	---------	---------

Donde:

CSP_t = ritmo interanual de crecimiento del crédito al sector privado en el período t (variable dependiente del modelo).

$IMA E_t$ = ritmo de crecimiento interanual del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t (variable independiente).

$TASA DE INTERÉS_t$ = tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario en el período t (variable independiente).

$TIPO DE CAMBIO_t$ = tipo de cambio de referencia para la compra del último día de cada mes en el período t (variable independiente).

El modelo econométrico sugiere que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, la demanda de crédito bancario lo hace en aproximadamente 0.52%, manteniéndose las demás variables constantes.

Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de recursos en el sistema, en aproximadamente 0.36%.

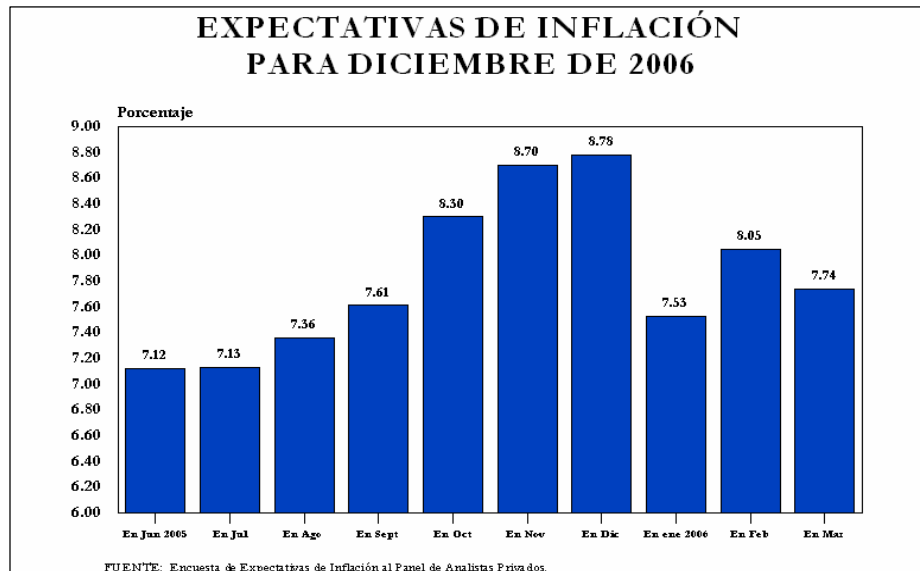
Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario en alrededor de 2.7%.

³² Banco Interamericano de Desarrollo (2005). "Desencadenar el crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca", Informe de Progreso Económico y Social en América Latina 2005, Washington D.C. También puede consultarse Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review y Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales. 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.

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

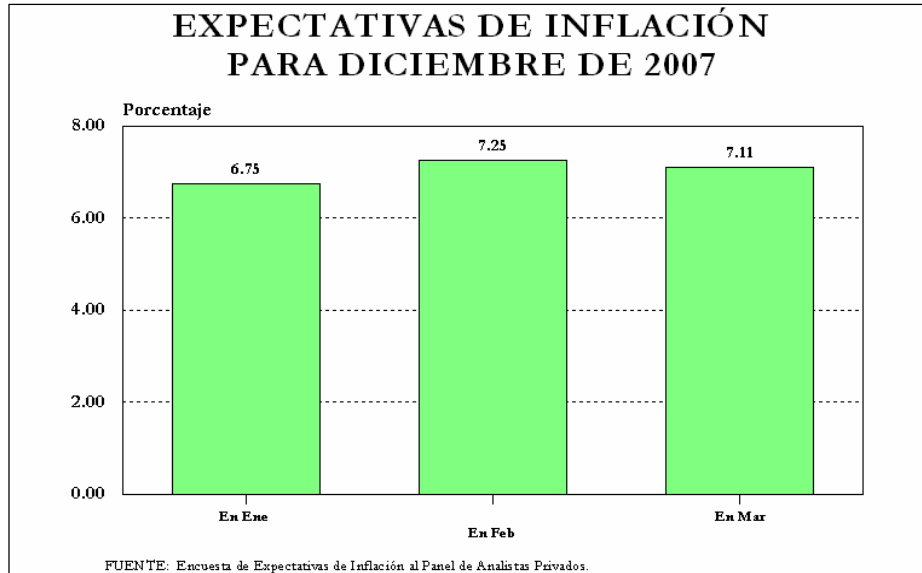
Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que para un cierto período se formen los agentes económicos, en algunas circunstancias, pueden influir en forma sustancial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

De acuerdo con la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados (EEI)³³, realizada en marzo de 2006, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 7.74%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006.



Por su parte, dichos analistas económicos estiman que la inflación para diciembre de 2007 se ubicará en 7.11%, porcentaje superior a la meta establecida para ese año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006.

³³ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



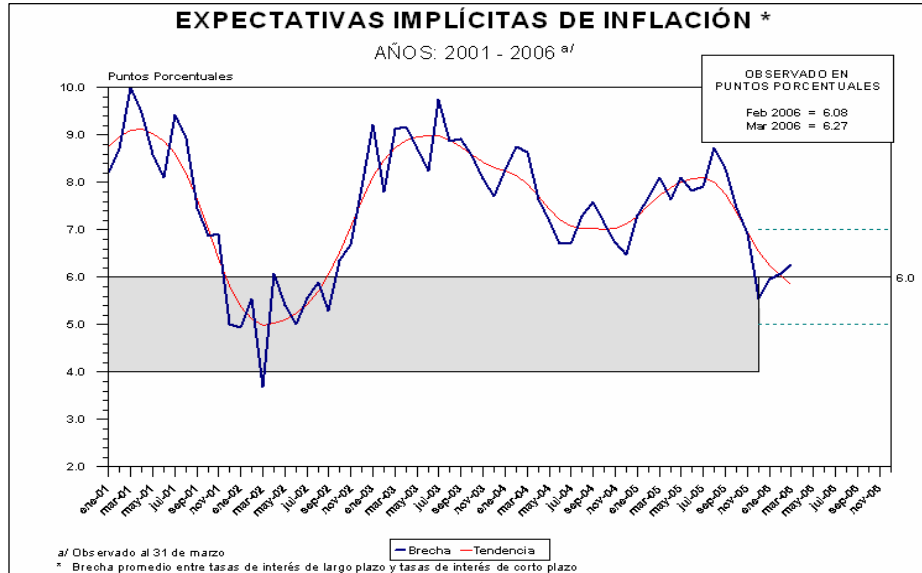
G. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de inflación de los agentes económicos, a través del cálculo de la brecha entre las tasas de interés de largo plazo³⁴ y las tasas de interés de corto plazo³⁵. La idea que subyace detrás de dicho cálculo se sustenta en el hecho de que el nivel de las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, en ambientes inflacionarios, dichas tasas de largo plazo incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazo se les deduce una prima por riesgo país³⁶, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

³⁴ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total del sistema bancario y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

³⁵ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos (de 1 a 7 días) y la tasa de interés promedio ponderado de OEMs (ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

³⁶ La definición de la prima por riesgo país, es igual a la utilizada en el cálculo de la tasa de interés pasiva de paridad y se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno de los bonos guatemaltecos colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.



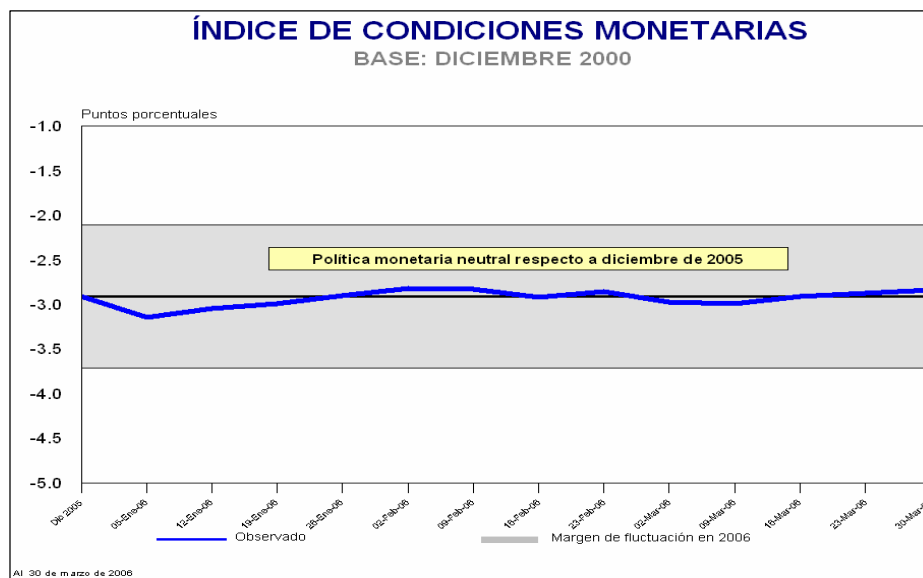
De acuerdo con las cifras observadas a marzo de 2006, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.27 puntos porcentuales, la cual se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006. Sin embargo, al comparar el resultado obtenido en marzo de 2006, respecto del observado en febrero de 2006 (6.08 puntos porcentuales), se observa un leve incremento en las referidas expectativas; no obstante, el nivel de las mismas estaría indicando que los agentes económicos prevén que la inflación podría mantenerse, en el mediano plazo, dentro de la meta de inflación.

H. ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-

El ICM es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio, respecto a un año base predeterminado. La interpretación del ICM se basa en el concepto de que la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés puede indicar si la política monetaria ha sido más o menos restrictiva. En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, para el seguimiento de dicho indicador se estableció un corredor cuyo punto central corresponde al ICM observado a finales de 2005 y sus valores superior e inferior se ubicarían en (+/-) 0.8 puntos

porcentuales³⁷ respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del indicado corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria restrictiva; en tanto que un valor inferior al del corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria expansiva.

Al observar el ICM entre el 31 de diciembre de 2005 y el 30 de marzo de 2006, se tiene un comportamiento alrededor del punto central, lo que permite inferir que la política monetaria durante el primer trimestre de 2006 ha sido neutral.



IV. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA: REVISIÓN DE SU FORMA DE CÁLCULO E INTERPRETACIÓN

A. INTRODUCCIÓN

De conformidad con la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria para 2006, el seguimiento de las variables indicativas tiene como propósito principal evaluar en qué medida la política monetaria está contribuyendo (o debe ajustarse) al logro de la meta de inflación.

Como resultado del análisis del desempeño de las variables indicativas en el primer trimestre del año y para cumplir con el propósito citado, se considera pertinente proponer ciertos ajustes a la forma de interpretación y,

³⁷ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del ICM registrada en promedio de enero de 2003 a noviembre de 2005.



en algunos casos, a la metodología de cálculo de algunas de las variables indicativas de la política monetaria sujetas a seguimiento periódico. Asimismo, se consideró relevante adicionar el seguimiento de la base monetaria dentro del conjunto de variables indicativas, con el objetivo de dar un seguimiento más efectivo de la liquidez primaria en la economía. Además, se estimó conveniente incluir el resultado de los pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- como una variable indicativa adicional, en virtud de que el citado modelo brinda pronósticos consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación en el país.

B. VARIABLES INDICATIVAS RELACIONADAS CON LA INFLACIÓN

De conformidad con la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria para 2006, la meta de inflación se definió en 6% (+/- 1 punto porcentual).



Hasta la fecha, en congruencia con la forma como se definió la meta de inflación, la orientación de las variables indicativas inflación esperada (ritmo inflacionario esperado y ritmo inflacionario subyacente esperado), expectativas de inflación de analistas privados y expectativas implícitas de inflación, ha sido evaluada considerando el valor puntual de la inflación (6%) y su margen de tolerancia (+/- 1 punto porcentual), lo que en términos prácticos implica que cualquier valor para dichas variables que se encuentre entre 5% y 7% estaría indicando que la política monetaria se mantenga invariable. No obstante, cuando se definió la meta de inflación para 2006 considerando un valor puntual y un margen de tolerancia, la idea que subyacía en esa nueva configuración era que los esfuerzos monetarios fueran realizados de tal manera que se procurara que el valor observado de la inflación se mantuviera alrededor de 6%. Lo anterior sugería que un valor por encima de 6% estaría indicando que las condiciones monetarias se restringieran, en tanto que un valor por debajo de 6% sugería que las mismas se relajaran.

Al hacer una revisión de la práctica a nivel internacional en los países que tienen un esquema de metas explícitas de inflación y que incluyen un valor puntual y un margen de tolerancia en la definición de su meta de



inflación³⁸, particularmente sobre la forma en que la política monetaria reacciona ante desvíos respecto del referido margen, se observó que no hay evidencia clara que señale cuál debe ser la postura de política monetaria ante tales desvíos. Algunos países actúan restringiendo o relajando las condiciones monetarias ante cualquier desvío de los pronósticos de inflación con relación al valor puntual (por ejemplo, México). Otros países son más conservadores y adoptan medidas de política monetaria únicamente cuando no se prevé que la inflación pueda converger a la meta, tomando en cuenta información adicional a los pronósticos de inflación, proveniente, particularmente, del balance de riesgos de inflación (por ejemplo, Brasil).

Ante tal escenario, se estima prudente redefinir la forma en que debe interpretarse la orientación de las variables indicativas relacionadas con la inflación, cuando existan desvíos respecto del valor puntual. Al respecto, se propone que la interpretación se haga de la manera siguiente:

1. Cuando las variables indicativas exhiban valores inferiores a 5%, estarían aconsejando relajar la política monetaria, fuera del margen de tolerancia.
2. Cuando las variables indicativas muestren valores superiores a 5% pero menores a 6% estarían sugiriendo que la política monetaria se relaje, dentro del margen de tolerancia. Lo anterior implica que queda a discreción de la autoridad monetaria si toma medidas orientadas a relajar las condiciones monetarias.
3. Para valores iguales a 6%, las variables indicativas estarían sugiriendo mantener invariable la política monetaria.
4. Cuando las variables indicativas muestren valores mayores a 6.0% y menores a 7% estarían sugiriendo que la política monetaria debe ser restrictiva, dentro del margen de tolerancia. Lo anterior implica que queda a discreción de la autoridad monetaria si toma medidas orientadas a restringir las condiciones monetarias.
5. Cuando las variables indicativas exhiban valores superiores al 7%, estarían recomendando una política monetaria restrictiva, fuera del margen de tolerancia.

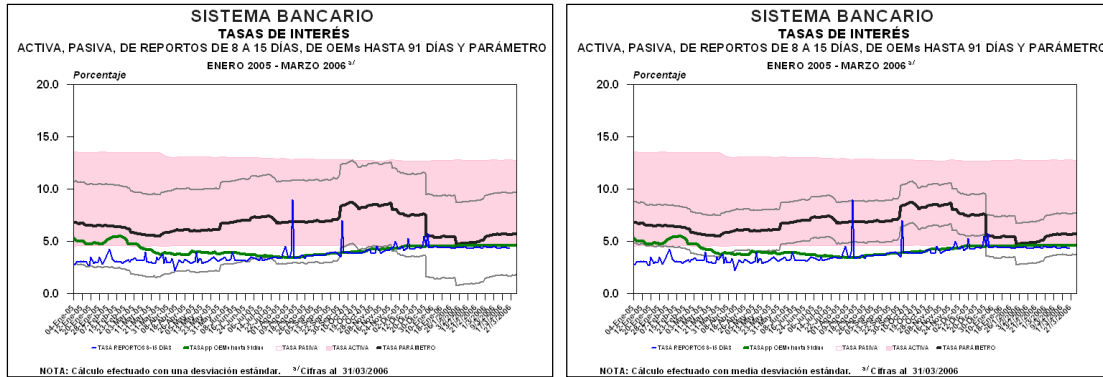
³⁸ La muestra de países incluyó a Brasil, México, Perú y Suecia.



C. TASA PARÁMETRO

Con relación a la orientación de política monetaria que brinda la tasa parámetro, se ha observado que el comportamiento de las tasas de interés con las cuales se compara la tasa parámetro para obtener la referida orientación (tasa de interés promedio ponderado de reportos de 8 a 15 días y tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días-plazo), ha sido muy estable durante un prolongado período. Actualmente, el margen de tolerancia que se utiliza para la tasa parámetro es de +/- una desviación estándar de la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (equivalente a 3.95 puntos porcentuales) calculada para un período que abarca entre febrero de 2000 y diciembre de 2005. Sin embargo, dada la estabilidad en la tasa de interés citada, al calcular desviaciones estándar para períodos de tiempo más cortos, los cuales se consideran más representativos de la actual coyuntura en el mercado de dinero, dichas desviaciones tienden a ser menores.

Tomando en cuenta lo anterior, se considera que se está utilizando un margen de tolerancia demasiado amplio, lo cual podría estar distorsionando la orientación de política monetaria de dicha variable, en el sentido de que la misma estaría recomendando medidas de política monetaria sólo en casos en que se produzcan movimientos muy fuertes tanto en la tasa de interés promedio ponderado de reportos de 8 a 15 días, como en la tasa promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días-plazo. Por lo tanto, se estima pertinente reducir el margen de tolerancia utilizado para la tasa parámetro a media desviación estándar, con la finalidad de que la orientación que brinda dicha variable sea más adecuada para la adopción oportuna de decisiones orientadas a modificar las condiciones monetarias. Las gráficas siguientes ilustran el comportamiento de la tasa parámetro utilizando un margen de tolerancia de una y de media desviación estándar.



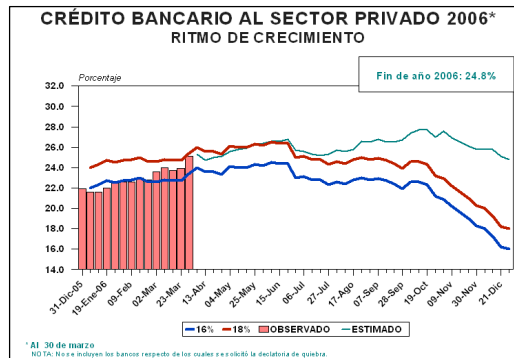
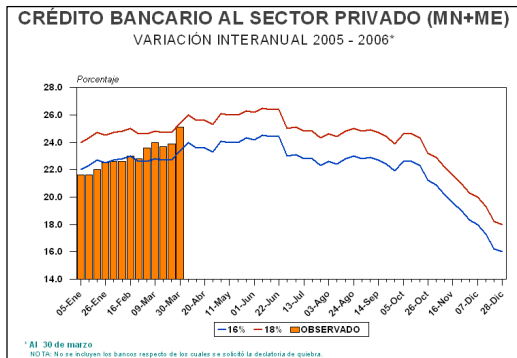
D. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

En la actualidad, para evaluar la orientación de política monetaria del crédito bancario al sector privado, se utiliza un margen de tolerancia para su variación interanual expresado en la forma de un corredor semanal estimado para todo el año, el cual, por un lado, es congruente con el rango de crecimiento esperado para finales de 2006 (16%-18%) y, por el otro, es coherente con la estacionalidad registrada por el crédito bancario al sector privado el año previo. Una de las debilidades del corredor mencionado es que representa una versión estática del comportamiento del crédito bancario al sector privado, en virtud de que, por una parte, no recoge la estacionalidad observada en una serie mayor a un año y, por la otra, no incorpora información nueva disponible en el transcurso del año. Cabe mencionar que en 2005, particularmente durante el segundo semestre, el seguimiento de dicha variable indicativa mediante el referido corredor no brindó los resultados esperados, dado que empezó a mostrar desvíos significativos de manera recurrente, lo que implicó que para el período citado perdiera gradualmente su utilidad en la toma oportuna de decisiones de política monetaria.

No obstante, la debilidad mencionada no implica que deba dejarse de utilizar el referido corredor, sino más bien indica que debe ser complementado con otra estimación que incorpore la dinámica del crédito bancario en el transcurso del año. En ese sentido, se consideró que una estimación econométrica que incorpore el comportamiento estacional para varios años y que sea alimentada periódicamente con información nueva que se observa cada semana, complementaría la orientación de política monetaria que brinda la referida variable.



Las gráficas siguientes ilustran el comportamiento de la variación del crédito bancario al sector privado con las dos estimaciones mencionadas. Como puede notarse en la primera gráfica, la variación interanual del crédito bancario al sector privado, por lo general durante 2006, se ha ubicado dentro del corredor estimado. En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda dicha variable, la misma ha sugerido en varias ocasiones que la política monetaria permanezca invariable dado que los valores observados se han ubicado dentro del corredor estimado, llegando inclusive a indicar que la política monetaria se relaje (casos en que el valor observado ha estado por debajo del límite inferior). No obstante, al considerar la estimación econométrica³⁹ (segunda gráfica) se observa que de acuerdo con el comportamiento de la variación interanual del crédito bancario al sector privado observado hasta el 30 de marzo, dicha variable al finalizar 2006, dado el comportamiento actual, estaría ubicándose por arriba del límite superior del rango de fluctuación previsto en la política monetaria, lo que implicaría que, a diferencia del corredor estimado que indicó que al 30 de marzo la política monetaria debía mantenerse invariable, la estimación econométrica sugirió que la política monetaria se restringiera.



Como se observó, dado que la orientación de política monetaria que brinda el corredor estimado con relación a la orientación de la estimación econométrica puede ser distinta, se consideró que puede ponderarse la

³⁹ Basada en un modelo Holt Winters multiplicativo, utilizando una serie semanal de datos comprendidos entre enero de 2001 y diciembre de 2005.



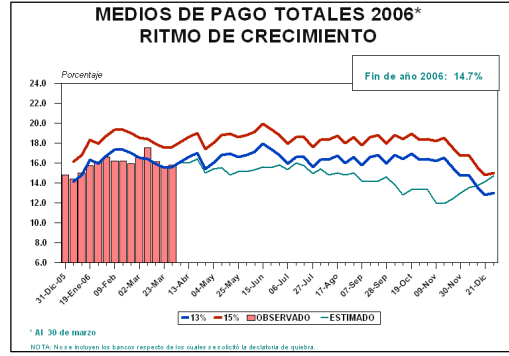
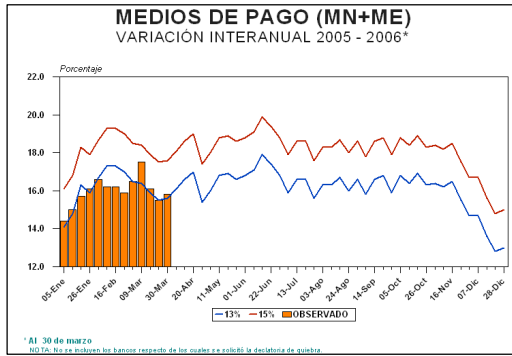
orientación de política monetaria que brinda cada una de ellas dándole igual peso relativo a las mismas.

En el contexto descrito, se propone que para el seguimiento del crédito bancario al sector privado se tome en consideración una ponderación que incluya el 50% de la orientación de política monetaria que brinda el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se consideraría un 50% de la orientación de política monetaria que brinda la estimación econométrica, la cual se calcularía como la diferencia entre la variación interanual del crédito bancario para 2006, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2006 (16%-18%).

E. MEDIOS DE PAGO

Al igual que en el caso del crédito bancario al sector privado, para evaluar la orientación de política monetaria de los medios de pago, actualmente se utiliza un margen de tolerancia para la variación interanual expresado en la forma de un corredor semanal estimado para todo el año, el cual, por un lado, es consistente con el rango de crecimiento esperado para finales de 2006 (13%-15%) y, por el otro, es coherente con la estacionalidad registrada por los medios de pago el año previo.

Por razones similares a las explicadas en el caso del crédito bancario al sector privado, se considera que el indicador basado en el referido corredor debe ser complementado con otra estimación que incorpore la dinámica de los medios de pago en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incorpore el comportamiento estacional para varios años y que sea alimentada periódicamente con información nueva que se observa cada semana. Las gráficas siguientes ilustran el comportamiento de la variación de los medios de pago con las dos estimaciones mencionadas.



Al igual que en el caso del crédito bancario al sector privado, se propone que para el seguimiento de los medios de pago se tome en consideración una ponderación que incluya el 50% de la orientación de política monetaria que brinda el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se consideraría un 50% de la orientación de política monetaria que brinda la estimación econométrica, la cual se calcularía como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2006, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2006 (13%-15%).

F. BASE MONETARIA

Dado que el monitoreo de la liquidez bancaria en un esquema de metas explícitas de inflación reviste especial importancia, es oportuno complementar el seguimiento de la liquidez primaria, adicional a la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario. En tal sentido, se sugiere dar seguimiento a la base monetaria, la cual se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, el encaje bancario (remunerado y no remunerado) y las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo (hasta 364 días)⁴⁰.

La base monetaria es un concepto fundamental en la teoría macroeconómica y monetaria, y corresponde a la cantidad de dinero en poder

⁴⁰ Esta versión amplia de base monetaria es consistente con lo previsto en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (Edición 2000) del Fondo Monetario Internacional. Cabe indicar que la versión restringida de la citada variable se integra únicamente por el numerario en circulación y el encaje bancario.



del público (numerario) más las reservas bancarias. Su importancia radica en que representa el agregado monetario básico que puede ser controlado directamente por la autoridad monetaria, además de poseer un efecto multiplicador de la oferta monetaria. Por esta última razón, en la teoría monetaria también se conoce a la base monetaria con el nombre de dinero de alto poder.

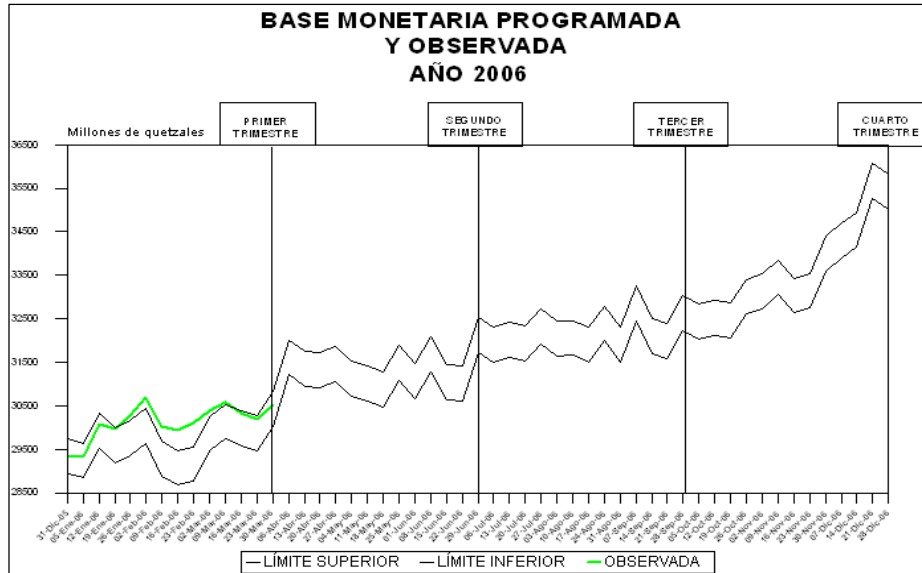
Desde un punto de vista teórico, la programación monetaria, que durante muchos años (y en muchos países, incluyendo Guatemala) constituyó la herramienta esencial de la política basada en metas monetarias, utiliza como variable pivotal la base monetaria. Sin embargo, en la práctica, en el caso de Guatemala la extrema volatilidad que exhibieron las reservas bancarias en la década pasada obligó a utilizar la emisión monetaria como variable pivotal de la programación monetaria. A raíz de la posterior reforma y fortalecimiento del sistema financiero nacional, las reservas bancarias han recobrado una cierta estabilidad que posibilita retomar la programación monetaria en función de la base monetaria.

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, el seguimiento de la base monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, puede establecerse a través de un corredor que sea consistente con dicho rango y que englobe posibles fluctuaciones transitorias de liquidez que no conlleven presiones inflacionarias ni deflacionarias.

A efecto de obtener la estimación más precisa posible, cada componente de la base monetaria será calculado de manera individual. En ese sentido, la estimación del numerario en circulación se basa en el corredor de la emisión monetaria para 2006 y en el caso de la estimación del encaje bancario y de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se utilizan dos modelos econométricos⁴¹.

En la gráfica siguiente se presenta el corredor programado de la base monetaria, cuyo seguimiento como variable indicativa se propone que inicie a partir del segundo trimestre de 2006.

⁴¹ Ambos modelos son del tipo ARIMA (Autoregresivos Integrados de Medias Móviles) y utilizan una serie de datos semanales, comprendida entre enero de 2001 y diciembre de 2005.



Dado que el seguimiento de la emisión monetaria y de la base monetaria permite monitorear el nivel de la liquidez primaria en la economía (en sentido estricto en el caso de la emisión monetaria y en un sentido más amplio en el caso de la base monetaria), una forma de establecer la orientación de política monetaria de estas dos variables de manera conjunta, sería ponderar con un 50% el desvío que presente cada una de las referidas variables con respecto de su corredor programado.

G. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL -MMS-

El MMS es un sistema de ecuaciones que permite cuantificar la dirección y magnitud de las relaciones entre las principales variables macroeconómicas. En ese contexto, los pronósticos de inflación de mediano plazo derivados de dicho modelo sirven a los mismos propósitos que las variables indicativas de la política monetaria, ya que los mismos son condicionales a la evolución futura de todas las variables que integran el MMS, lo cual proporciona consistencia macroeconómica a los pronósticos y, a su vez, permiten reflejar la implementación de acciones de política monetaria para combatir presiones inflacionarias.

La utilización de los referidos pronósticos como variable indicativa tiene la ventaja de que el MMS se puede actualizar mensualmente con el dato



observado de inflación (manteniendo constante el resto de variables del modelo), lo que contribuye a mejorar la toma de decisiones de política monetaria, aspecto que podría constituirse en una fase de transición, mientras el MMS es utilizado como uno de los principales instrumentos de decisión.

Tomando en cuenta lo anterior, se sugiere que a partir del segundo trimestre de 2006 se dé seguimiento a los pronósticos de inflación de mediano plazo del MMS como una variable indicativa de la política monetaria.

H. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Se propone que a partir del segundo trimestre de 2006 se inicie el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permita evaluar, de manera conjunta, la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas podría tener en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

Para cumplir con tal propósito, se diseñó una encuesta en la que cada miembro de Junta Monetaria podrá externar su opinión en cuanto a la importancia de cada variable indicativa. Cabe mencionar que con el objeto de afinar el marco metodológico para la obtención, tabulación y presentación de los resultados, se realizó una prueba piloto mediante una encuesta a los miembros del Comité de Ejecución y se comprobó que el referido marco es consistente y funcional.

La ventaja de dicha propuesta radica en el hecho de que actualmente se asigna la misma ponderación a cada una de las variables indicativas; sin embargo, como se pudo comprobar en la referida encuesta piloto, la apreciación de cada uno de los encuestados es que no todas las variables indicativas deben tener el mismo peso relativo para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, la metodología propuesta, permitiría incorporar en un solo indicador para cada categoría de orientación⁴², las diferentes ponderaciones que se asignen a cada variable, lo que facilitaría hacer comparaciones entre una semana y otra, pues el referido índice

⁴² En esta propuesta se obtendrían tres índices, uno para cada orientación (restrictiva, invariable ó relajada), cuya suma sería del 100%.

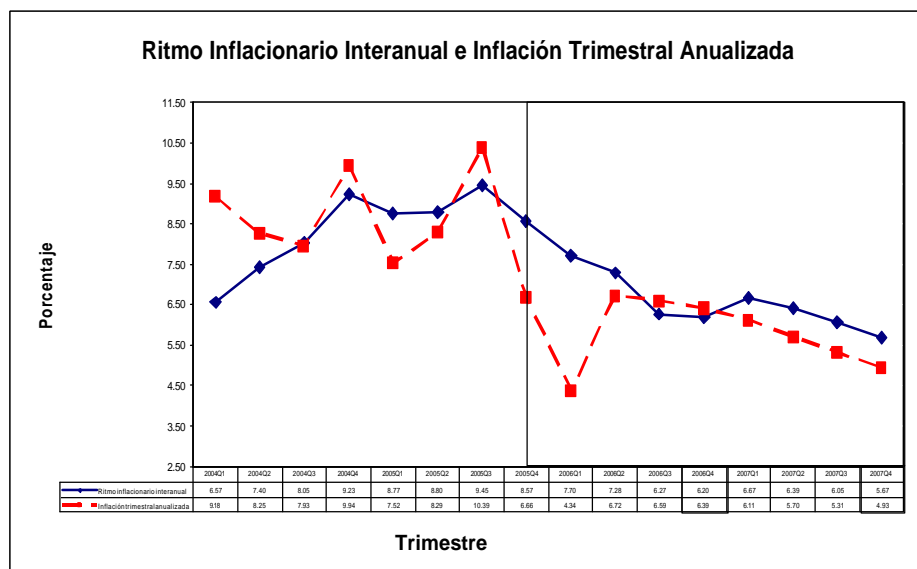
proporcionaría un porcentaje para cada categoría de orientación que sería fácilmente comparable con otras fechas.

V. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO Y ANALÍTICO DE LA POLÍTICA MONETARIA

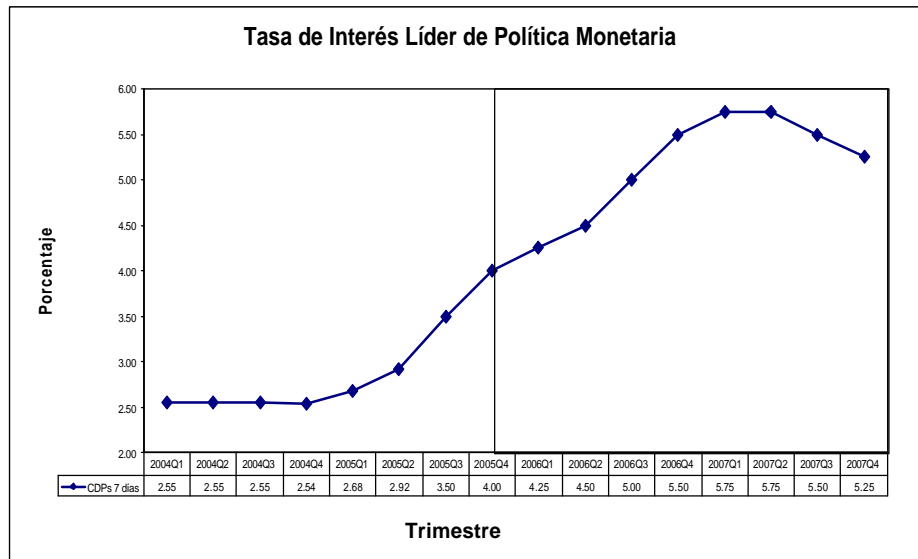
A. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO

En febrero de 2006 se llevó a cabo el primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación.

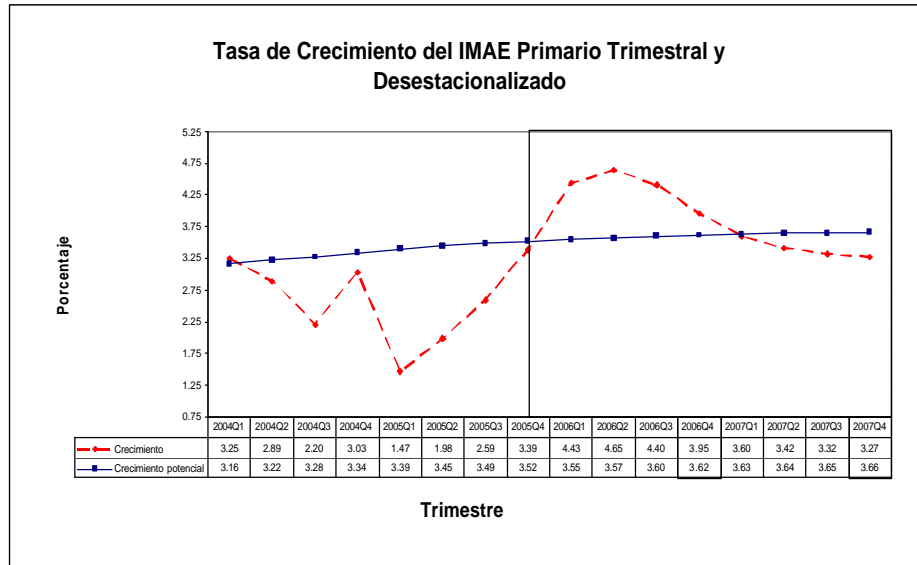
En ese sentido, la gráfica siguiente ilustra el pronóstico de inflación a mediano plazo obtenido por medio del MMS. La trayectoria discontinua indica el pronóstico de inflación trimestral anualizada, mientras que la trayectoria continua indica el pronóstico del ritmo inflacionario interanual. Para el cuarto trimestre de 2006 se espera que el ritmo interanual y la inflación trimestral anualizada se sitúen en 6.20% y 6.39%, respectivamente, mientras que para el cuarto trimestre de 2007 se espera que dichas variables se sitúen en 5.67% y 4.93%, respectivamente. Cabe indicar que, en el largo plazo, la inflación converge a un valor de equilibrio de 3%. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca a la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos.



En otras palabras, se asume que el Banco Central implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, la tasa de interés en operaciones de estabilización monetaria a 7 días. En la siguiente gráfica se ilustra la trayectoria para dicha tasa que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.



De acuerdo con la gráfica anterior, el promedio trimestral de la tasa de interés líder de política monetaria tendría que subir 25 puntos básicos durante los primeros dos trimestres de 2006 y 50 puntos básicos durante los dos últimos trimestres del año hasta alcanzar 5.50%. Luego, incrementarse a 5.75% en el primer trimestre de 2007, permanecer en dicho valor durante el segundo trimestre y, finalmente, iniciar una trayectoria descendente a partir del tercer trimestre de 2007.



Con relación a la tasa de crecimiento de la actividad económica, cabe indicar que su cálculo se basa en el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-. La gráfica anterior ilustra el pronóstico de la tasa de crecimiento del IMAE, así como la tasa de crecimiento potencial de la actividad económica, la cual se calcula por medio de la aplicación del filtro Hodrick-Prescott⁴³ a la serie histórica de dicho índice. De acuerdo a la gráfica anterior, la actividad económica se encuentra en un nivel superior a su nivel potencial desde el primer trimestre de 2006. A partir del primer trimestre de 2007 dicha situación se revertiría. De hecho, la tasa de crecimiento del IMAE aumentaría levemente de 3.39% en el cuarto trimestre de 2005 a 3.95% en el cuarto trimestre de 2006. Dicha tasa descendería durante 2007 hasta alcanzar 3.27% para finales de dicho año.

En el cuadro siguiente se describen los pronósticos centrales en el mediano plazo del ritmo inflacionario interanual, la tasa de interés de política monetaria y la tasa de crecimiento de la actividad económica proporcionadas por el MMS, las cuales fueron descritas con anterioridad.

⁴³ El Filtro de Hodrick-Prescott consiste en un proceso estadístico que obtiene el componente tendencial o de largo plazo de una serie de tiempo.



Pronósticos a Mediano Plazo

Periodo	Ritmo Inflacionario Interanual	Tasa de Interés de Política	Tasa de Crecimiento del IMAE	Tasa de Crecimiento Potencial del IMAE
2004Q1	6.57	2.55	3.25	3.16
2004Q2	7.40	2.55	2.89	3.22
2004Q3	8.05	2.55	2.20	3.28
2004Q4	9.23	2.54	3.03	3.34
2005Q1	8.77	2.68	1.47	3.39
2005Q2	8.80	2.92	1.98	3.45
2005Q3	9.45	3.50	2.59	3.49
2005Q4	8.57	4.00	3.39	3.52
2006Q1	7.70	4.25	4.43	3.55
2006Q2	7.28	4.50	4.65	3.57
2006Q3	6.27	5.00	4.40	3.60
2006Q4	6.20	5.50	3.95	3.62
2007Q1	6.67	5.75	3.60	3.63
2007Q2	6.39	5.75	3.42	3.64
2007Q3	6.05	5.50	3.32	3.65
2007Q4	5.67	5.25	3.27	3.66
2008Q1	5.28	5.00	3.26	3.66
2008Q2	4.93	4.73	3.26	3.66
2008Q3	4.63	4.48	3.27	3.65
2008Q4	4.38	4.26	3.29	3.64
2009Q1	4.17	4.06	3.32	3.63
2009Q2	4.00	3.89	3.34	3.62
2009Q3	3.84	3.75	3.36	3.60
2009Q4	3.71	3.62	3.38	3.58
2010Q1	3.59	3.52	3.40	3.56
2010Q2	3.50	3.43	3.40	3.54
2010Q3	3.41	3.35	3.41	3.52
2010Q4	3.35	3.29	3.40	3.49

Cabe señalar que conforme a las recomendaciones de los expertos del Fondo Monetario Internacional que han brindado asistencia técnica al Banco de Guatemala en la elaboración del Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria -SPAPM-, la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en economías pequeñas y abiertas sugiere que un modelo como el MMS debe utilizarse con frecuencia trimestral, no mensual, debido a las razones siguientes: i) el referido sistema de pronósticos en su conjunto es complejo, dado que requiere de un análisis de la coyuntura económico-financiera del país, el que a su vez, constituye las condiciones iniciales del modelo; ii) el hecho de incluir únicamente información mensual en el modelo puede generar volatilidad en los resultados y demandar acciones de política monetaria que no necesariamente serían consistentes con la tendencia futura de todas las variables que conforman el citado modelo; y, iii) el MMS requiere de ajustes tanto de la calibración de las diferentes ecuaciones que lo componen, como de los distintos coeficientes que lo integran.



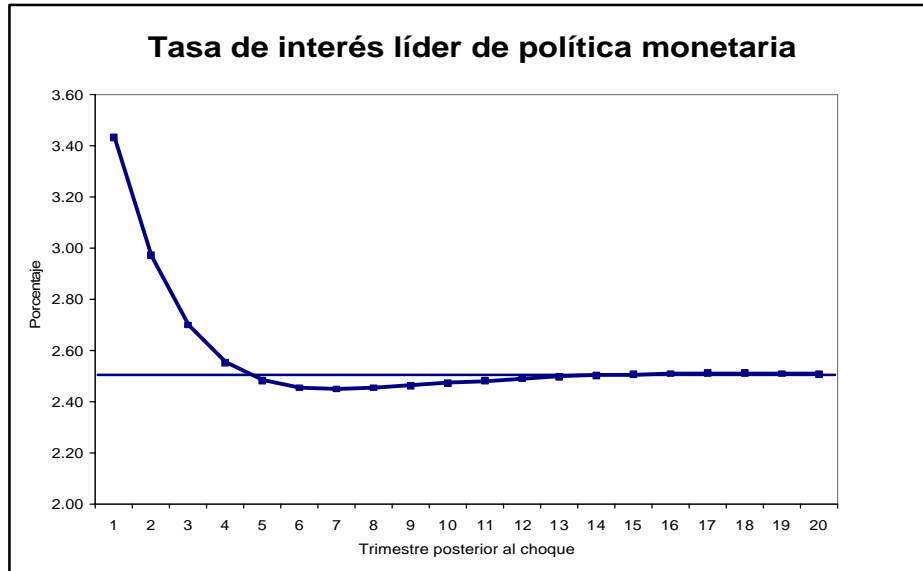
B. EFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA (CDPs A 7 DÍAS).

El efecto macroeconómico de un impacto de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria en las variables endógenas del MMS se mide por medio de un análisis de impulso-respuesta. Para llevar a cabo este análisis, se asume que el MMS se encuentra en estado estacionario; es decir, el estado en el cual todas las variables que conforman el modelo poseen su valor de equilibrio de largo plazo. Posteriormente, se simula un incremento (choque) en la variable de interés y se cuantifica el efecto que dicho incremento tiene en las otras variables del modelo, a lo largo de un período determinado. El efecto y duración de un choque en las otras variables del modelo se ilustra en gráficas que se conocen como funciones de impulso-respuesta. Cabe indicar que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las funciones de impulso-respuesta convergen a su valor de equilibrio luego de un período de tiempo. Por lo tanto, es posible cuantificar el efecto total del choque en cada variable, el cual es independiente de los posibles efectos que pudieran existir derivados de choques en otras variables del modelo.

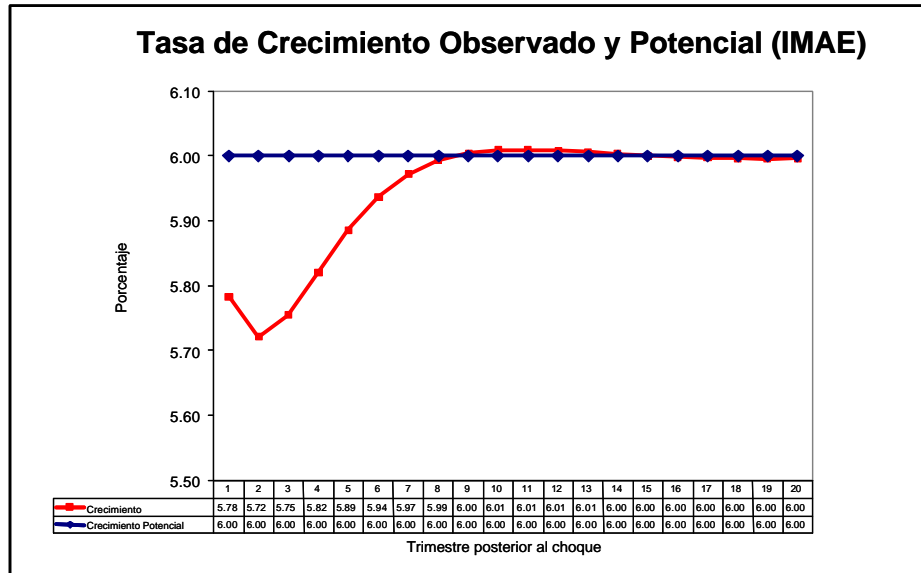
La siguiente gráfica ilustra el impacto de un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria y la dinámica de dicha variable luego del impacto. El valor de estado estacionario⁴⁴ de esta variable es de 2.5%, el cual se representa por medio de la línea horizontal. Es importante mencionar que, a pesar de que el incremento en la tasa de interés de política fue de un punto porcentual en el período inicial, el valor de la tasa de interés es un tanto menor a 3.5%. Esto se debe a que el mecanismo de transmisión de demanda agregada, implícito en el MMS, contempla efectos contemporáneos de la tasa de interés en la tasa de crecimiento del producto y en el pronóstico de inflación, efectos que también impactan a la ecuación de política monetaria de manera contemporánea. La duración total del impacto es de trece trimestres luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de mediano plazo

⁴⁴ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas.

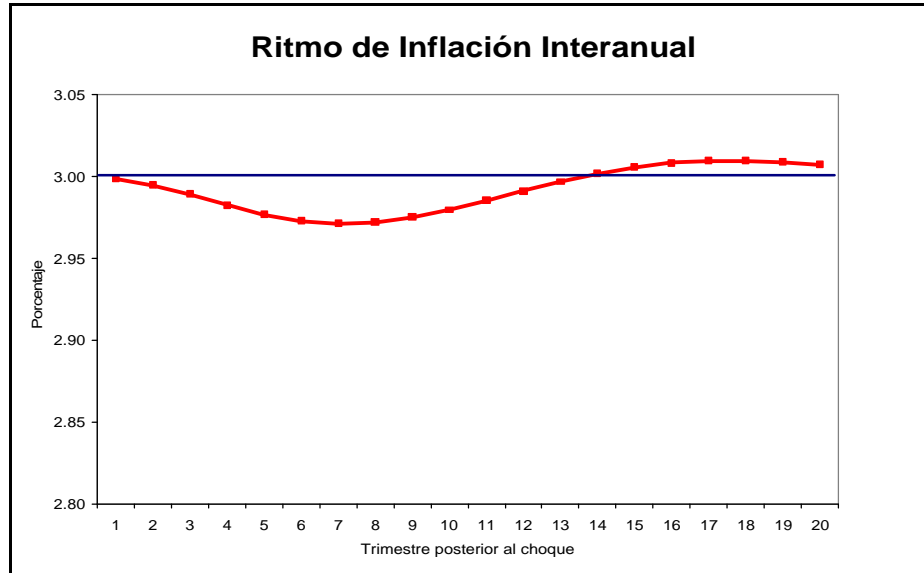
cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del sexto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel, y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 2.5%.



La siguiente gráfica ilustra el efecto del incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre la tasa de crecimiento del IMAE trimestralizado y desestacionalizado. Como se observa, se estima que la tasa de crecimiento potencial del IMAE es del 6%. En estado estacionario, la tasa de crecimiento del IMAE observada y su tasa de crecimiento potencial son equivalentes; sin embargo, un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria conlleva a una reducción de la tasa de crecimiento del IMAE por debajo de su valor potencial. La disminución acumulada en la tasa de crecimiento del IMAE es de 0.28 puntos porcentuales, y la duración del impacto es de 9 trimestres luego del choque. Cabe indicar que un incremento de 25 puntos básicos en dicha tasa generaría únicamente una reducción acumulada de 0.07 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del IMAE.



La siguiente gráfica ilustra el efecto en el ritmo inflacionario interanual, de un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria. Tal como se ilustra en la gráfica, la tasa de inflación de equilibrio de mediano plazo es de 3%. Un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés de política genera una disminución acumulada de 0.20 puntos porcentuales en la tasa de inflación. La tasa de inflación converge a su estado de equilibrio de largo plazo 14 trimestres luego del choque. De igual forma que en el caso anterior, este efecto corresponde al incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria. Por consiguiente, el efecto de un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés de política conduce a una disminución acumulada de 0.05 puntos porcentuales en la inflación.



C. SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL -LBTR-

La Junta Monetaria, en resolución JM-140-2004, aprobó la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos, en la cual, entre otros aspectos, se contempló la implementación de un sistema de pagos moderno, con el propósito de contar con las herramientas tecnológicas que permitan optimizar la eficiencia en la liquidación de las operaciones, aplicando estándares internacionales. En ese sentido, se contempló implementar el LBTR, así como concluir con el proceso de automatización de la cámara de compensación de cheques.

Al respecto, la Junta Monetaria, en resolución JM-166-2005 del 30 de noviembre de 2005, aprobó el Reglamento del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real. De conformidad con lo previsto en los artículos 8 y 9 del referido reglamento, el Gerente General del Banco Central emitió las resoluciones números GG-01-2006 y GG-02-2006 del 13 de enero de 2006, en las cuales, por una parte, fijó los horarios de operación, de atención y de prestación de servicios del sistema LBTR y, por la otra, la comisión por servicios que el Banco de Guatemala aplica a los participantes en dicho sistema. Asimismo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 42 del citado reglamento, en resolución de Gerencia General número GG-03-2006, del 17 de enero de 2006, se aprobaron los manuales siguientes: i) de Normas y Procedimientos que deben observar los Bancos, Sociedades Financieras e



Instituciones del Sector Privado Participantes en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-; y, ii) de Normas y Procedimientos que deben observar las Entidades Públicas Participantes en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-.

El sistema LBTR entró en producción el 27 de enero de 2006, el cual puso a disposición de las entidades bancarias, sociedades financieras y casas de cambio que tienen constituidas cuentas de depósito en el Banco de Guatemala, la liquidación electrónica, en forma bruta y en tiempo real, de sus operaciones en moneda nacional y en moneda extranjera. Resulta oportuno indicar que a partir de la referida fecha, el resultado multilateral neto de la Cámara de Compensación Bancaria es liquidado en el sistema LBTR, en los horarios aprobados por el Banco de Guatemala.

El proceso de habilitación de participantes en el sistema LBTR muestra que, a finales de marzo de 2006, las veintiséis entidades bancarias que operan en el sistema financiero nacional, así como dos sociedades financieras han sido autorizadas para participar en el referido sistema.

Durante el primer trimestre de 2006 se capacitó a los usuarios del sistema, participando funcionarios de las entidades bancarias y de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., con el propósito de reforzar los conocimientos de dichos usuarios en el uso, manejo y control del sistema LBTR.

En cuanto al volumen de operaciones realizadas por medio del sistema LBTR, en el cuadro siguiente se muestra el monto total liquidado en las cuentas de depósitos monetarios de los participantes, desde que este sistema entró en producción.



**OPERACIONES REALIZADAS POR LOS PARTICIPANTES EN EL SISTEMA LBTR
DEL 27 DE ENERO AL 31 DE MARZO DE 2006**

No.	INSTITUCIÓN	TOTAL ACUMULADO			
		EN QUETZALES		EN US DÓLARES	
		CANTIDAD	MONTO (en millones)	CANTIDAD	MONTO (en millones)
1	Banco de Crédito, S.A.	43	208.4	33	5.5
2	Banco Privado para el Desarrollo, S.A.	120	205.9	6	0.8
3	Banco Agromercantil de Guatemala, S.A.	302	1,503.3	16	15.2
4	Banco Industrial, S.A.	165	8,018.8	--	0.0
5	Vivibanco, S.A.	49	89.7	--	0.0
6	Banco Inmobiliario, S.A.	56	68.2	--	0.0
7	Banco Reformador, S.A.	151	242.5	--	0.0
8	Banco Internacional, S.A.	182	330.2	--	0.0
9	Banco G&T Continental, S.A.	263	8,397.0	17	28.3
10	Banco Corporativo, S.A.	93	98.8	7	2.9
11	Banco de la República, S.A.	219	193.2	25	7.8
12	Banco de América Central, S.A.	69	270.0	1	2.0
13	Banco del Quetzal, S.A.	175	829.3	14	14.3
14	Banco de Comercio, S.A.	119	456.2	1	0.1
15	Banco de Occidente, S.A.	114	1,073.0	--	0.0
16	Banco Americano, S.A.	13	10.5	6	3.0
17	Banco de Desarrollo Rural, S.A.	375	4,095.1	--	0.0
18	Crédito Hipotecario Nacional	160	2,849.9	1	0.4
19	Banco de Exportación, S.A.	17	161.0	1	2.8
20	Banco del Café, S.A.	42	747.9	1	0.8
21	Banco SCI, S.A.	21	40.0	4	1.6
22	Citibank N.A., Sucursal Guatemala	9	154.0	--	0.0
23	Banco de los Trabajadores	2	6.0	1	0.2
24	Banco Cuscatlán, S.A.	69	432.1	3	7.5
25	Banco Uno, S.A.	--	0.0	--	0.0
26	Banco de Antigua, S.A.	--	0.0	--	0.0
27	Financiera Guatemalteca, S.A.	12	79.8	--	0.0
28	Financiera Uno, S.A.	--	0.0	--	0.0
	TOTALES	2,828	30,481.0	137	93.2

El Banco Central, por medio de los sistemas de transferencias de fondos por oficios, por el SWIFT y por el Mecanismo Interbancario de Transacciones -MIT-, efectuó un volumen considerable de transacciones de liquidación por cuenta de otros participantes pendientes de incorporarse al referido sistema, así como operaciones propias del Banco de Guatemala.

En ese sentido, a continuación se observa el monto y número de las operaciones realizadas por el Banco de Guatemala, desde que entró en producción el sistema LBTR.



**OPERACIONES REALIZADAS POR EL BANCO DE GUATEMALA
EN EL SISTEMA LBTR
DEL 27 DE ENERO AL 31 DE MARZO DE 2006**

	En millones		CANTIDAD DE OPERACIONES
	DÉBITOS	CRÉDITOS	
Montos operados en Quetzales	38,876.4	39,114.6	11,704
Montos operados en Dólares de los Estados Unidos de América	446.0	430.7	2,815
TOTAL DE OPERACIONES	-.-	-.-	14,519

Cabe indicar que, derivado de la incorporación de todas las entidades bancarias al sistema LBTR, el Banco de Guatemala comunicó a dichas instituciones que a partir del 3 de abril de 2006, las solicitudes de transferencias de fondos se efectuarán únicamente por medio de transferencias electrónicas a través del sistema LBTR, por lo que no se permitirán solicitudes de transferencias de fondos por medio de oficios, por el Mecanismo Interbancario de Transferencias -MIT-, y por mensajes vía la red de telecomunicaciones SWIFT.

Por otro lado, con el propósito de continuar con la modernización del sistema de pagos nacional, el Banco de Guatemala, durante el primer trimestre de 2006, ha realizado las actividades que permitirán incorporar al sistema LBTR la liquidación de las operaciones de los sistemas de negociación que funcionan en el país, tales como los de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., (Sistema Electrónico de Negociación de Divisas, Sistema Privado Institucional de Divisas y el Sistema Electrónico de Liquidación) y el de la Asociación Bancaria de Guatemala (Mesa Electrónica Bancaria de Dinero). Adicionalmente, se han realizado acercamientos con instituciones financieras del sector público, con el propósito de que liquiden sus operaciones por medio del sistema LBTR.



D. EXPEDICIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO

Los CDPs se expiden como consecuencia de la recepción de depósitos a plazo por el Banco de Guatemala, por diferentes montos, plazos y tasas de interés, lo cual da lugar a que en el mercado financiero exista una gran cantidad de CDPs con características distintas, que dificultan su comparación e intercambio y, por lo tanto, limitan la profundidad y el desarrollo del mercado secundario de los mismos. Al respecto y con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria, consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 (resolución JM-185-2005) autorizó al Banco de Guatemala a que pueda expedir CDPs concentrados en determinadas fechas de vencimiento. En efecto, se considera que al dotar a los CDPs de igual fecha de vencimiento, así como de otras características complementarias, tales como igual fecha de pago de intereses e igual valor nominal, se contribuirá a profundizar y desarrollar el mercado secundario de tales certificados.

A efecto de avanzar en el proceso de expedición de CDPs por fecha de vencimiento, el Banco de Guatemala, durante el primer trimestre de 2006, preparó el proyecto de reglamento y el proyecto de procedimientos para realizar las licitaciones de depósitos a plazo en las bolsas de valores, los cuales sustituirían al Reglamento para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala y al Reglamento para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por medio de Licitaciones en las Bolsas de Valores Autorizadas para Operar en el País, respectivamente.

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

La expedición de los CDPs se efectúa, a solicitud de los depositantes, en uno o varios certificados físicos que son entregados a los titulares de los mismos o permanecen en custodia en el Banco de Guatemala. En el caso de los CDPs físicos, se considera que los mismos, no obstante sus



características de seguridad, al ser negociados en los mercados primario y secundario, así como en operaciones de reporto, están expuestos a riesgos relacionados con su movilización y transferencia, toda vez que podrían ser objeto de destrucción, pérdida, robo, alteración o falsificación. En cuanto a los CDPs en custodia es necesario que se solicite al Banco de Guatemala su expedición en forma física, lo cual conlleva los riesgos indicados. En ese sentido y con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria que permitan el desarrollo de un mercado secundario de CDPs ágil y seguro, consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria, en la referida resolución JM-185-2005, instruyó al Banco de Guatemala para que, en el primer trimestre de 2006, realizara las acciones necesarias tendentes a lo siguiente:

- i. Que los Certificados de Depósito a Plazo puedan ser registrados en custodia en el Banco Central;
- ii. Que se permita el cambio de la titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala; y,
- iii. Que los Certificados de Depósito a Plazo expedidos físicamente, que se encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala, durante el primer trimestre de 2006, realizó las acciones siguientes:

- i) Se elaboró la propuesta de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en quetzales a ser constituidos en el Banco de Guatemala, que se discutirá posteriormente con las bolsas de valores;
- ii) Se realizaron presentaciones sobre la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala a



- representantes de bancos del sistema, sociedades financieras, bolsas de valores y entidades públicas;
- iii) Se efectuaron modificaciones a los sistemas electrónicos Integrado de Títulos Valores y de Liquidación Bruta en Tiempo Real; y,
 - iv) Se elaboró el Manual de Procesos de Trabajo.

Por otra parte, inició las acciones siguientes:

- i) Revisión del esquema de control interno a implementarse en los nuevos procesos;
- ii) Elaboración de una propuesta de procedimiento para la constitución de depósitos a plazo en el Banco de Guatemala, por medio de licitaciones en las bolsas de valores autorizadas para operar en el país;
- iii) Actualización de planes de contingencia;
- iv) Adaptación de eventos contables y actualización de los manuales respectivos; y,
- v) Análisis de las modificaciones que se incorporarían a los sistemas informáticos Integrado de Títulos Valores y de Liquidación Bruta en Tiempo Real e incorporación de controles basados en tecnología informática.

F. ACCIONES PENDIENTES

Actualmente las acciones que están pendientes para mejorar el esquema analítico y operacional del Banco de Guatemala, se centran, particularmente, en tres aspectos:

1. De las operaciones de estabilización monetaria

- Iniciar un marco operacional alternativo, basado en la utilización de una tasa de interés de política monetaria “*overnight*”, por medio de la cual se realizaría la señalización de la política monetaria. En este contexto, el Banco de Guatemala participaría en el mercado de dinero de forma



diaria con base en un pronóstico de liquidez y, cuando las condiciones en el mercado sean apropiadas, usaría la tasa de interés *overnight* como variable de política para afectar las tasas de interés de largo plazo;

- Crear facilidades temporales (*standing-facilities*) a efecto de establecer un corredor de tasas de interés alrededor de la tasa de interés líder, con el objeto de poder limitar la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero;
- Mejorar el pronóstico diario de liquidez bancaria, lo cual requerirá establecer un contacto periódico entre funcionarios del Banco Central y los tesoreros de los bancos del sistema; y,
- Reducir gradualmente la posición deudora que actualmente tiene el Banco de Guatemala frente al sistema financiero, a efecto de que ésta se torne neutral y, eventualmente sea acreedora; situación que se puede lograr mediante el traslado gradual de la liquidez de corto plazo (coyuntural) a liquidez de más largo plazo (estructural).

2. Del Modelo Macroeconómico Semiestructural

- Integrar el Sistema de Pronóstico y Análisis de la Política Monetaria -SPAPM- con otras herramientas de análisis macroeconómico, como la programación financiera, la balanza de pagos y las finanzas públicas; y,
- Seguir afinando la especificación y la calibración del referido modelo.

3. De la regla cambiaria

En la Resolución JM-185-2005, que contiene la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia autorizada por la Junta Monetaria para 2006, se establece que con el propósito de aumentar la eficiencia de los mecanismos mediante los cuales el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario, se introducirán modificaciones de forma gradual a los mismos, en función del cumplimiento de los siguientes principios que permitan que el sistema



cambiario flexible: i) Sea consistente con un esquema monetario de metas explícitas de inflación; ii) Se base en reglas explícitas, transparentes y comprensibles para los mercados; iii) Elimine la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala; y, iv) Minimice la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia. Para el efecto, el Banco de Guatemala deberá participar en el Mercado Institucional de Divisas observando el procedimiento aprobado por la Junta Monetaria.

Dentro del anterior contexto, a continuación se presenta una propuesta de regla de participación cambiaria, cuyas características son las siguientes:

Para la compra:

- La regla para la compra estará activa permanentemente.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales, menos un margen de fluctuación de 0.5%, el Banco Central convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto máximo de US\$6.0 millones.
- En caso se adjudique el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto máximo igual al de la primera subasta.
- En caso de que nuevamente se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta, procediendo en la misma forma, pero sin exceder un máximo de tres subastas de compra por día.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o menor a Q7.60, el margen de fluctuación será de 0.1%, quedando invariables las demás reglas para la compra.



Para la venta:

- La regla para la venta se activará hasta cuando el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o mayor a Q7.81500.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales, más un margen de fluctuación de 1.0%, el Banco Central convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto máximo de US\$6.0 millones.
- En caso se adjudique el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a una subasta adicional, por un monto máximo igual al de la primera subasta.
- En caso de que nuevamente se adjudique todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocará a otra subasta, procediendo en la misma forma, pero sin exceder un máximo de tres subastas de venta por día.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o mayor a Q8.05, el margen de fluctuación será de 0.5%, quedando invariables las demás reglas para la venta. A partir de dicho valor la regla de participación para la venta de divisas será simétrica con la establecida para la compra de divisas.

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme esta regla, se efectuará inmediatamente después de concluir la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta. Para dicho propósito, las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas deberán otorgar autorización permanente al Banco de Guatemala para afectar sus cuentas de encaje, cuentas de depósito legal o cuentas especiales, según corresponda, tanto en quetzales como en dólares de los Estados Unidos de América. En ese sentido, las instituciones que decidan participar en el mecanismo de subastas deberán contar con recursos suficientes en sus



respectivas cuentas, a efecto de poder debitarlas por el monto negociado con el Banco de Guatemala.

No está de más indicar que el mecanismo de liquidación anterior se agilizaría, en la medida en que las operaciones que se efectúen vayan siendo liquidadas por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real - LBTR-.

Adicionalmente, con el propósito de contar con información oportuna sobre el tipo de cambio que las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas utilizan en las operaciones que realizan entre ellas, las mismas deberán trasladar al Banco de Guatemala, a más tardar a las 18:00 horas del día al que correspondan las referidas operaciones, la información correspondiente a los montos y tipos de cambio aplicados en sus negociaciones cambiarias. Cabe indicar que esta información podrá ser enviada al Banco Central por medios electrónicos o por medio de fax. Para tal efecto, la Junta Monetaria estaría emitiendo la disposición por la que se estaría requiriendo el traslado de la referida información.

VI. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES

La coyuntura de la política monetaria en Guatemala está expuesta a factores externos, en particular, los provenientes de su principal socio comercial (Estados Unidos de América). Cabe indicar que uno de los principales riesgos que caracterizan el panorama económico mundial actual es la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía del referido país, representados por sus altos déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos. En todo caso, la corrección del déficit en cuenta corriente podría lograrse, por una parte, si continúa el ritmo de depreciación del dólar estadounidense respecto de algunas monedas y, por la otra, si se contiene el déficit fiscal.

En el contexto descrito, tal situación ha repercutido en que exista una relevante sobre-liquidez mundial de dólares de los Estados Unidos de América



que se ha manifestado en flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes.

En lo referente a la Política Monetaria de ese país, cabe indicar que la Reserva Federal en lo que va del año aumentó su tasa de interés objetivo en 50 puntos básicos, esto es, de 4.25% a 4.75%. Este aumento debería, por una parte, reducir la salida de capitales de la economía estadounidense y, por la otra, incentivar el flujo de recursos financieros hacia esa economía.

Las medidas de política macroeconómica mencionadas tenderían a reducir el flujo de dólares de la economía estadounidense hacia el resto del mundo y, por lo tanto, a eliminar el exceso de oferta que ha propiciado la apreciación de monedas locales. Sin embargo, se prevé que la reducción de dicho flujo suceda a un ritmo muy lento.

B. PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Durante el primer trimestre de 2006 el precio del petróleo se mantuvo en niveles altos, ubicándose a finales de marzo en alrededor de US\$60.00 por barril. Sobre el particular, el experto internacional en pronósticos del precio del crudo *Global Insight*, en un escenario base; es decir, el más probable debido a las condiciones del mercado de dicho insumo, proyecta que durante el resto del año el referido precio se ubicará alrededor de la citada cifra, por lo que se considera que las proyecciones de inflación para diciembre de 2006 realizadas con las estimaciones econométricas del Banco Central son un referente razonable de lo que, en ausencia de factores exógenos, podría esperarse para fin de año. En este sentido, cabe indicar que con datos observados de inflación a marzo, y considerando que el precio internacional del petróleo permanezca en el nivel indicado durante el resto del año, se esperaría, con base en las estimaciones econométricas citadas, que el ritmo inflacionario se ubique en 6.71% a fin de año.

No obstante lo indicado, es prudente puntualizar que el mercado del petróleo se encuentra en una situación de alta volatilidad y sensibilidad a cualquier cambio en la oferta y en la demanda del mismo. En este sentido, *Global Insight* ha manifestado que la brecha existente entre la oferta y la demanda mundial de petróleo sigue siendo mínima (alrededor de 0.6 millones



de barriles diarios) cuando en condiciones normales, dicha brecha es de aproximadamente 3.0 millones de barriles diarios, lo que denota la vulnerabilidad de dicho mercado, de manera que cualquier evento de naturaleza económica o política podría influir en forma positiva o negativa en el comportamiento del precio internacional del petróleo.

En el contexto descrito y dado que los conflictos geopolíticos continúan, es probable que ocurran cambios relevantes de oferta y demanda de petróleo durante el resto del año, por lo que, aunque en menor magnitud que en 2005, el precio internacional del petróleo seguirá siendo el principal riesgo inflacionario para el país en 2006.

C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Ante la coyuntura internacional y nacional descritas, a efecto de propiciar una mayor efectividad de la política monetaria, la Junta Monetaria, en el marco de la adopción gradual de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación, ha venido orientando las medidas de política monetaria, a efecto de minimizar los efectos adversos de los factores internos y externos hacia la generación de expectativas inflacionarias; todo ello en el entendido de que las actuaciones de la autoridad monetaria deben realizarse con la acostumbrada gradualidad y prudencia. En ese contexto, la Junta Monetaria decidió en las tres sesiones programadas durante el trimestre para determinar el nivel de la tasa de interés líder, mantener la misma invariable en 4.25%.

VII. RECOMENDACIONES


1. Tomando en cuenta que el ritmo inflacionario aún se encuentra por encima de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para finales de 2006, es importante que en lo que resta del año se tomen las acciones de política monetaria que sean necesarias a fin de permitir una mayor desaceleración de la referida variable. De esa manera, se contribuirá a crear un ambiente de certidumbre y confianza que coadyuve a mantener el poder adquisitivo de la población y a generar inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.



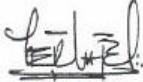
2. Aprobar los cambios propuestos en cuanto a la metodología e interpretación de las variables indicativas de la política monetaria, a partir del segundo trimestre de 2006.
3. Incluir la base monetaria y los pronósticos de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural, como variables indicativas de la política monetaria, a partir del segundo trimestre de 2006.
4. Aprobar la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario de la forma propuesta.




Atentamente,



Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones
Económicas




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



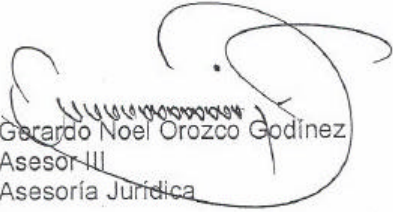
Fernando Danilo Estrada
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas




Jorge Vinicio Cáceres Davila
Subdirector
Depto. Operaciones de Estabilización
Monetaria



Edgar R. Lemus R.
Director
Depto. Internacional




Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica



Carlos Rafael García
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 19 de abril de 2006.

Mca/wnh.



ANEXOS



ANEXO 1

FITCH ASIGNA CALIFICACIÓN A GUATEMALA DE BB+ CON PERSPECTIVA ESTABLE

En febrero del presente año, la agencia calificadora internacional Fitch Ratings asignó a Guatemala la calificación soberana BB+ con perspectiva estable, aplicable a la deuda de largo plazo en moneda extranjera y en moneda nacional, así como a los Bonos del Tesoro con vencimiento en 2007, en 2011, en 2013 y en 2034. Esta calificación está respaldada por los bajos niveles de deuda pública externa, el historial de disciplina fiscal e inflación moderada, un sólido récord de pago de la deuda comercial, el fortalecimiento del sistema bancario, la recuperación de la inversión y el consumo, el buen comportamiento de la balanza de pagos, el crecimiento de las remesas familiares y el incremento de los flujos de capital privado.

Fitch señala que la prudencia fiscal, combinada con un estable, aunque lento, crecimiento del PIB, originó uno de los más bajos indicadores de deuda del gobierno con relación al PIB, comparado con países similares. La calificadora reconoce el esfuerzo del gobierno para administrar prudentemente las cuentas fiscales frente a varios choques externos y estima que el nivel de deuda del Gobierno de Guatemala se ubicará en alrededor de 17.0% a finales de 2006, comparado con una mediana de 48.0% de los países que poseen una calificación de BB. Sin embargo, señala que los indicadores de deuda pública respecto del PIB subvalúan los niveles de deuda de Guatemala, dada la estrechez de la base impositiva del país. El indicador de deuda/ingresos se situó en aproximadamente 160.0% en 2005, comparado con una mediana de 198.4% de los países cuya calificación soberana es de BB.

Fitch considera que la carga tributaria en Guatemala (impuestos/PIB), de alrededor de 10.0%, es uno de los indicadores más bajos si se compara con países de similares características. Además, ese indicador constituye un desafío estructural importante, dado los elevados niveles de pobreza, los alarmantes indicadores sociales y la vulnerabilidad del país a los desastres naturales.



La calificadora de riesgo manifiesta que el desempeño positivo de la balanza de pagos, impulsado por el crecimiento de las remesas y el aumento en la entrada de capitales privados, dieron origen a que en 2005 las reservas monetarias internacionales crecieran en aproximadamente US\$250.0 millones. En ese contexto y tomando en cuenta un bajo servicio de deuda, se prevé que el indicador de liquidez del país a comienzos de 2006 se ubique en torno a 187.0% (la mediana para los países con calificación soberana de BB es de 157.0%). Aun cuando dicho indicador puede ajustarse, excluyendo los activos externos de los bancos e incluyendo los depósitos bancarios en moneda extranjera de residentes, éste permanecería por arriba de 100.0%. No obstante, cabe indicar que Guatemala muestra un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos persistente (4.1% en 2005), del cual aproximadamente la mitad es financiado por entradas de capital de corto plazo. El recientemente suscrito acuerdo de libre comercio con los Estados Unidos de América (DR-CAFTA) podría reducir esta vulnerabilidad en el mediano plazo. La deuda externa neta representó un 31.5% de los ingresos externos corrientes en 2005, porcentaje que contrasta con la mediana de 32.5% de los países cuya calificación soberana es de BB.

Aunque los riesgos económicos parecen contenidos por el balance general favorable del gobierno, los altos niveles de pobreza y desigualdad, así como los alarmantes indicadores sociales del país, probablemente limitarán las posibilidades de mejorar las calificaciones de Guatemala por algún tiempo. El ingreso per cápita de Guatemala se encuentra en un nivel parecido al de los países con similar calificación soberana. Por último, la proporción de la población que vive en la pobreza fue de 59.9% en 2002, tasa significativamente mayor que la observada en países como Nicaragua (50.3%) y Honduras (53.0%).



ANEXO 2

LOS PETRODÓLARES DEL ÁREA DEL GOLFO PÉRSICO: ¿CUÁNTO Y PARA QUIÉN?⁴⁵

Existen frecuentes referencias acerca de la “liquidez del área del Golfo” y surgen dos preguntas básicas: ¿cuánto es y hacia donde se dirige dicha liquidez?. El análisis que se presenta a continuación es un primer intento, por una parte, de cuantificar dicha liquidez y, por la otra, de indicar cómo afecta a las economías emergentes.

A. Medición de la liquidez del área del Golfo

Considerando que la mayoría de Estados del Golfo Pérsico no publican su Posición de Inversión Internacional (PII), la cual es una declaración comprensible de los activos externos netos de un país, una buena aproximación a la medición de dicha liquidez se hace mediante el incremento del superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos regional; tal es el caso de Rusia, donde el superávit acumulado de la cuenta corriente registrado fue relativamente cercano al incremento de sus activos externos netos medidos por la PII.

Tomando como base los incrementos en el precio internacional del petróleo por arriba de US\$30.00 por barril a partir de 2002, según información del Fondo Monetario Internacional -FMI- el aumento en el superávit de la cuenta corriente de los países del área del Golfo en los años 2002-2005 fue de US\$409.0 millardos, dicho monto, comparado con el aumento de US\$109.0 millardos en el superávit de los cuatro años previos (1998-2001), refleja un incremento en la liquidez del área del Golfo por alrededor de US\$300.0 millardos. En ese contexto, el fenómeno denominado “incremento en la liquidez del área del Golfo”, puede estimarse como la diferencia entre el superávit extraordinario de la cuenta corriente de los años recientes y los superávit “normales” del período 1998-2001.

⁴⁵ Resumen y traducción del documento “The Gulf’s Petrodollars: How much and for whom? A short analysis, del HSBC Global Research, febrero de 2006.



B. ¿A dónde se dirige la liquidez del área del Golfo?

Tomando en consideración los bajos estándares de calidad de la información estadística de las economías del Golfo, la única fuente para obtener información del destino de sus excedentes de liquidez es la que proporcionan sus contrapartes. En este caso, la mejor contrapartida es la que generan los Estados Unidos de América, pero ésta, inclusive, se encuentra desactualizada. Sin embargo, con información a junio de 2004, se observa que para el período 2000-2004, el portafolio de los países petroleros de Medio Oriente se incrementó US\$50.0 millardos; en tanto que el total del superávit en la cuenta corriente del Golfo fue cerca de US\$290.0 millardos; es decir, que únicamente alrededor del 17.0% de este superávit fue invertido en mercados de capital en Estados Unidos de América. Adicionalmente, con esta información se visualiza un cambio en la composición del portafolio en el área del Golfo, ya que durante este tiempo US\$9.0 millardos fueron retirados del mercado de renta fija y trasladados al mercado accionario.

Aunque esta información provee un panorama general del portafolio de los países del Golfo en los Estados Unidos de América, es importante enfatizar que existe una dificultad para llegar a conclusiones específicas, principalmente porque los administradores de portafolios usualmente confían la seguridad de los valores a instituciones en terceros países (lo que los estadísticos denominan "*custodial bias*"). En ese sentido, si los inversionistas del área del Golfo compran valores de los Estados Unidos de América a través de cuentas de un banco de Inglaterra, al realizar la cuantificación por país, éstas se registrarán "como compra privada en Inglaterra de valores estadounidenses". A manera de ejemplo, las compras de bonos del tesoro de los Estados Unidos de América por parte de países productores y exportadores de petróleo se incrementaron solamente US\$800.0 millones entre enero y noviembre del año pasado en Estados Unidos de América, mientras que las compras de dichos bonos en Inglaterra se incrementaron US\$122.0 millardos.

Es conveniente comentar que hay dos canales a través de los cuales la liquidez del área del Golfo afecta los mercados emergentes. El primero, es el canal directo, el cual se refiere a la compra de activos en los mercados emergentes por inversionistas del área del Golfo y, el segundo, es el canal



indirecto que se refiere al impacto que esta liquidez tiene en las curvas de rendimientos de las tasas libres de riesgo en Estados Unidos de América, ya que mientras más bajas sean las tasas de interés libres de riesgo más baja será la prima de riesgo, lo que permite reducir el costo de los préstamos en las economías emergentes.

C. El reciclaje de la liquidez del área del Golfo es diferente actualmente

Existen diferencias importantes en la forma como se está reciclando la liquidez del área del Golfo en la actualidad, en comparación de como se realizaba en los años setenta.

En los años setenta, los petrodólares fueron depositados en bancos comerciales internacionales y éstos, al buscar colocar dicha liquidez, asumieron todo el riesgo crediticio. Sin embargo, actualmente, el área del Golfo está invirtiendo sus fondos lejos del sistema bancario internacional. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), se observa que entre 2001 y junio de 2005, los países del área del Golfo incrementaron sus depósitos en bancos reportantes al BIS en aproximadamente US\$48.0 millardos, en contraste, de acuerdo con información del sistema bancario internacional los referidos países solamente incrementaron su depósitos en US\$35.0 millardos.

En el contexto anterior, actualmente, se concluye que a diferencia de los años setenta, el superávit de los países del área del Golfo está siendo invertido directamente en el Mercado Mundial de Valores, que implica que estos países están asumiendo un mayor riesgo crediticio. Asimismo, existe otra diferencia significativa con respecto al fenómeno ocurrido en los años setenta en el sentido de que existen activos que están siendo invertidos localmente en la región; de esa cuenta los índices del mercado de acciones de Arabia Saudita, de Kuwait y de los Emiratos Árabes Unidos, se han cuadruplicado en el período 2002-2005.

Por otra parte, los países fuera del área del Golfo como Turquía y Egipto se han visto beneficiados, en el caso de Turquía con aumentos en la



inversión extranjera directa procedente de países del Golfo; y, en el caso de Egipto, con incrementos en las remesas familiares e inversiones financieras.

Finalmente, el FMI estima que los países del Golfo en 2006 obtendrán un superávit de alrededor de US\$275.0 millardos, con base en un precio por barril de petróleo de US\$61.75, con lo que se espera que las condiciones de exceso de liquidez en el área del Golfo Pérsico se mantengan.



ANEXO 3

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES⁴⁶

Tomando en cuenta las incertidumbres que amenazan el desenvolvimiento de la economía global, los gestores de política macroeconómica enfrentan tres principales desafíos: avanzar rápidamente en la solución de los desequilibrios globales; asegurar posiciones fiscales sostenibles de mediano plazo; y, establecer los requisitos para aprovechar la globalización y apoyar el crecimiento mundial en el futuro.

Según el FMI, la economía global por cuarto año consecutivo alcanzaría en 2006 un crecimiento del PIB superior al 4.0%, apoyado por la producción mundial del sector industrial; por el sólido comportamiento que se mantiene en el sector de servicios; por el crecimiento del comercio mundial que permanece cercano a niveles de dos dígitos; por el fortalecimiento de la confianza de los consumidores; por las condiciones en el mercado laboral; y, por la notable mejora en la confianza de los inversionistas.

En cuanto a los Estados Unidos de América se espera un crecimiento económico de 3.3% en 2006 (3.5% en 2005), apoyado, como se indicó, por sólidas ganancias corporativas y por condiciones financieras favorables para las inversiones. Por su parte, para ese año se espera que la inflación se sitúe en 3.2% (3.4% en 2005), asociado a la implementación de la política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal.

En Canadá, se estima un crecimiento económico de 3.1% en 2006, asociado a la mejora en los términos de intercambio, debido a los altos precios de los productos energéticos y de otros productos de exportación. En lo referente a la inflación, se estima que la misma se sitúe en 2.2% (2.2% en 2005), como resultado del mantenimiento de una política monetaria disciplinada.

En el área del euro, la expansión económica esperada para 2006 es de 2.0%, la que continuará dependiendo de la fuerte demanda global, además de la creciente contribución de las inversiones productivas, apoyadas por la depreciación del euro observada el año anterior y por la prolongación de las

⁴⁶ Con base en Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2006.



condiciones financieras favorables. En lo que respecta a la inflación, se prevé que ésta se ubique en 2.0% (2.2% en 2005), ante las expectativas de un incremento en la tasa de interés objetivo por parte del Banco Central Europeo.

En Japón, se proyecta que la actividad económica para 2006 mantenga el mismo dinamismo del año anterior (2.8%), influenciada por una sólida demanda doméstica, por el incremento del empleo, por mayores ganancias corporativas y por el crecimiento del crédito bancario. Se vislumbra la finalización de un largo período de ocho años de presiones deflacionarias; sin embargo, el FMI sostiene que aún es prematuro concluir que la deflación terminará en el corto plazo, dado que Japón deberá enfrentar cambios importantes en ciertas áreas, tales como: i) el cambio en el modelo de política monetaria para dar paso a la implementación de un esquema de metas explícitas de inflación; ii) la restauración de la sostenibilidad del déficit en el presupuesto del gobierno; y, iii) el restablecimiento del crecimiento de la productividad.

Las economías emergentes de Asia se espera que alcancen un ritmo de crecimiento económico de 8.2% en 2006, apoyado por las expectativas de condiciones favorables para la economía mundial, particularmente en la República Popular China e India. Dentro de las expectativas positivas, destaca la recuperación de las inversiones corporativas en los países industriales y, recientemente, el incremento en los precios de los bienes raíces y de los bienes de capital, lo que podría apoyar un sólido crecimiento; sin embargo, las referidas expectativas enfrentan la amenaza de la gripe aviar que representa un riesgo significativo, difícil de cuantificar. En lo que toca a la tasa de inflación, cabe indicar que para 2006 se prevé que ésta aumente en India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia, lo que podría inducir a la implementación de políticas monetarias restrictivas por parte de algunos de los respectivos bancos centrales.

Las proyecciones para las economías en desarrollo de África, prevén un crecimiento económico de 5.7%, el más alto de los últimos 30 años. Según el FMI, la aceleración de este crecimiento se debe, en buena parte, al incremento en la capacidad productiva de los países productores de petróleo (Angola y República del Congo), así como al inicio de la producción petrolera esperada en Mauritania. Adicionalmente, se estima que este comportamiento estará



apoyado por mejores políticas macroeconómicas, por reformas estructurales en algunos países, por la recuperación de la producción agrícola, así como por una mayor inversión. En relación a la inflación, para 2006 se estima que la misma se ubique en 9.1% (8.5% en 2005), debido, fundamentalmente, al incremento en los precios internacionales del petróleo.

En el Medio Oriente, se estima que la actividad económica para 2006 crezca 5.7%, tasa inferior a la observada en 2005 (5.9%). Dicho crecimiento estará sustentado por el nivel de los precios del petróleo, lo que viene generando ganancias importantes a las empresas exportadoras del crudo por tercer año consecutivo.

Para América Latina y el Caribe, el crecimiento económico proyectado para el presente año es de 4.3% (4.4% en 2005), debido, principalmente, a una mejora en las expectativas de crecimiento en Argentina y en Venezuela. En efecto, la actividad económica de Argentina para 2006 se estima crezca 7.2% (9.1% en 2005), estimulada por la creciente demanda doméstica y el sólido crecimiento de las exportaciones, mientras que en Venezuela, se espera un crecimiento económico de 6.0% en 2006 (9.4% en 2005), asociado, fundamentalmente, a una mejora en los términos de intercambio, aun cuando se prevé la necesidad de aplicar una política monetaria restrictiva para controlar la inflación (15.9% en 2005).

La región en su conjunto espera una intensa agenda electoral, lo que resalta la importancia de mantener políticas económicas sanas y estables, a fin de fortalecer la credibilidad. En lo concerniente a la inflación, se espera que en 2006 se sitúe en 5.8% (6.3% en 2005), debido a la vigencia de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, particularmente en Chile, México y Brasil.

En lo que corresponde a la actividad económica en Centroamérica, se estima que la misma crezca 3.7% en 2006 (3.5% en 2005), debido, básicamente, a las expectativas positivas derivadas de la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio, República Dominicana, Centroamérica, Estados Unidos de América (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

En cuanto a los países de Europa Central y del Este, se estima que la actividad económica para 2006 crezca 5.0% (4.8% en 2005), impulsada por la fuerte demanda doméstica y el crecimiento sólido de las exportaciones.



En lo que concierne a los países de la Comunidad de Estados Independientes, se proyecta que continúe la desaceleración económica en 2006 (5.9%), porcentaje inferior al registrado en 2005 (6.5%). Entre los factores que explican el debilitamiento de la actividad económica, destacan la reducción en el desempeño del sector energético en Rusia y Kazajstán y las incertidumbres políticas y económicas que debilitan la inversión en Ucrania, República de Kirguizistán y Rusia.



ANEXO 4

LAS REMESAS FAMILIARES: CARACTERÍSTICAS, EFECTOS Y POTENCIALIDADES⁴⁷

Uno de los fenómenos más relevantes en los países de la región centroamericana durante la última década ha sido el continuo aumento de las remesas familiares. Dicho fenómeno está asociado al proceso de migración a los Estados Unidos de América que se aceleró a finales de los años ochenta y en la década de los noventa, derivado del deterioro en las condiciones económicas y laborales, asociadas a la crisis de la deuda externa, a la inestabilidad política y a los conflictos armados que se intensificaron en la región. A continuación se presenta una síntesis de las características, los efectos económicos y las potencialidades del referido fenómeno.

a) Características

Actualmente el monto promedio de una remesa familiar a la región es de US\$267.00 mensuales (aproximadamente US\$3,204.00 por año). A nivel centroamericano, El Salvador es el que recibe el mayor monto de divisas por concepto de remesas (alrededor de US\$393.00 mensuales por unidad familiar), mientras que Nicaragua es el que menos recibe (alrededor de US\$146.00 mensuales por unidad familiar).

El acelerado crecimiento de las remesas durante los últimos años ha determinado que éstas adquieran importancia en las economías receptoras de la región en relación al Producto Interno Bruto (PIB). Por ejemplo, en 2005, los ingresos por concepto de remesas familiares como porcentaje del PIB en Honduras ascendieron a 21.7% (3.0% en 1995); en Nicaragua 19.4% (2.4% en 1995); en El Salvador 17.5% (11.2% en 1995); y, en Guatemala 9.4% (2.4% en 1995).

⁴⁷ Resumen del Capítulo IV, del documento "Situación Económica y Perspectivas, Istmo Centroamericano, México, Haití y República Dominicana", del Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo de 2006 (Versión Preliminar).

**REMESAS FAMILIARES****Países Seleccionados****1995 y 2005***(Porcentaje del PIB)*

País	1995	2005 P/
El Salvador	11.2	17.5
Guatemala	2.4	9.4
Honduras	3.0	21.7
Nicaragua	2.4	19.4
R. Dominicana	6.3	9.0

P/ Estimación preliminar

Fuente: World Development Indicators, FMI, bancos centrales, Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) y estimaciones del BID.

En cuanto al destino de las remesas, se estima que más de dos tercios del total van al consumo, que incluye gastos de alquiler de vivienda y pago de hipotecas, mientras que entre el 5.0% y el 20.0% se canaliza a la educación.

b) Efectos económicos

El efecto más evidente de las remesas familiares en el entorno económico es en las cuentas del sector externo. En efecto, las remesas han dado origen a que los países receptores mantengan un nivel creciente de importaciones, particularmente de bienes de consumo, lo que a su vez ha profundizado el déficit en sus respectivas balanzas comerciales.

Por otra parte, las exportaciones de bienes han sido afectadas adversamente por la erosión de la competitividad de éstas en los mercados mundiales, dado que el ingreso de remesas ha propiciado en ciertos episodios un aumento en la oferta de dólares y, en consecuencia, una apreciación del tipo de cambio nominal, lo que a su vez influye en el comportamiento del tipo de cambio real.

En cuanto a los efectos de las remesas sobre la reducción de la pobreza y la mejor distribución del ingreso, un estudio de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) examinó a 11 países latinoamericanos en 2002, con base en información obtenida mediante



encuestas de hogares. De manera general, el estudio asevera que las remesas reducen la pobreza (definida como los ingresos por familia que no permiten cubrir la canasta mínima de alimentos). Al respecto, el estudio indica que las familias en situación de pobreza, luego de haber recibido remesas por un período promedio de tres años, han reducido la incidencia de tal situación en aproximadamente un 25.0% en El Salvador, en alrededor de un 20.0% en México y en aproximadamente un 10.0% en República Dominicana, en Honduras, en Nicaragua y en Guatemala.

c) Potencialidades

Las remesas familiares no son el único vínculo económico entre los trabajadores migrantes y sus países de origen. Por ejemplo, en El Salvador, en Honduras y en Nicaragua, un porcentaje significativo del turismo depende de nacionales que viven en los Estados Unidos de América, principalmente. En el caso de El Salvador, alrededor de un tercio de los turistas que llegan al país son nacionales que viven en el exterior (su período de estancia promedio es superior a las dos semanas con un gasto promedio de aproximadamente US\$50.00 por día). De manera similar, en República Dominicana, un país con un sector turístico desarrollado, alrededor de una quinta parte de los turistas que llegan al país son dominicanos que viven en el exterior.

Por último, es oportuno señalar que el fenómeno de las remesas ha propiciado una mejora en los niveles de educación, de ingreso y de ahorro de las familias receptoras, lo que ha empezado a inducir a éstas a invertir en microempresas.



ANEXO 5

MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL -MMS-

El MMS consiste en un sistema de ecuaciones que permite cuantificar la dirección y magnitud de las relaciones entre las principales variables macroeconómicas, así como la evolución previsible de las mismas, tomando en cuenta la reacción de los agentes económicos ante las decisiones de política monetaria del Banco Central.

Es importante indicar que el propósito del MMS es apoyar al Banco Central en la interpretación del estado de la economía y en la toma de decisiones de política monetaria que contribuyan al logro de su objetivo fundamental. Por consiguiente, dicho modelo debe reflejar una visión de consenso de los órganos directivos y técnicos del Banco Central acerca del mecanismo por medio del cual las acciones de política, a través de los diversos canales de transmisión, afectan el nivel general de precios. De esta forma, el MMS constituye un marco analítico que permite discutir de manera más precisa y ordenada la implementación de acciones de política monetaria para combatir las diversas presiones inflacionarias.

El MMS para Guatemala se construyó con la ayuda de personal del Banco Central de la República Checa, especializado en la elaboración de este tipo de modelos y que ha integrado las misiones de asistencia técnica en materia de *Inflation Targeting* del Fondo Monetario Internacional al Banco de Guatemala. Las principales ecuaciones que conforman dicho modelo se describen a continuación⁴⁸:

Ecuación de Demanda Agregada Doméstica

$$\bar{d}_t = A_1 \bar{d}_{t-1} + (0.90 - A_1) \bar{d}_{t+1} + A_2 \bar{R}_t + \mathbf{e}_t^{DD} \quad (1)$$

⁴⁸ El modelo completo incluye 39 ecuaciones; aquéllas que no se describen incluyen, principalmente, definiciones y leyes de movimiento que rigen el comportamiento de variables exógenas. Adicionalmente, la plataforma IRIS3 se utiliza para resolver el sistema de ecuaciones que conforman el modelo, en base a un algoritmo de solución para modelos de expectativas racionales. Dicha plataforma también fue proporcionada por el personal mencionado anteriormente.



Donde:

\bar{d}_t : brecha del producto nacional para consumo doméstico en el período t

\bar{R}_t : brecha de la tasa de interés real de largo plazo en el período t

e_t^{DD} : shock de demanda agregada doméstica en el período t

Ecuación de Demanda Agregada Externa

$$\bar{x}_t - \bar{x}_{t-1} = 0.99(\bar{x}_{t+1} - \bar{x}_t) + A_3(A_4 \bar{z}_t + \bar{y}_t^* - \bar{x}_t) + e_t^{XD} \quad (2)$$

Donde:

\bar{x}_t : brecha del producto nacional para consumo externo en el período t

\bar{z}_t : brecha del tipo de cambio real en el período t

\bar{y}_t^* : brecha del producto externo en el período t

e_t^{XD} : shock de demanda agregada externa en el período t

Ecuación de Demanda Total

$$\bar{y}_t = A_5 \bar{x}_t + (1 - A_5) \bar{d}_t \quad (3)$$

Donde:

\bar{y}_t : brecha del producto total en el período t

Ecuación de Oferta Agregada (Curva de Phillips)

$$p_t - p_{t-1} = 0.99(p_{t+1}^{e,t} - p_t) + B_1 \left((B_2 + B_3) \bar{z}_t + B_3 \bar{q}_t^{oil} + (1 - B_2 - B_3) \bar{y}_t \right) + e_t^{PC} \quad (4)$$

Donde:

p_t : tasa de inflación en el período t

\bar{y}_t : brecha del producto total en el período t

$p_{t+1}^{e,t}$: inflación esperada en t para el período t + 1,

\bar{q}_t^{oil} : precio del petróleo en el mercado internacional en el período t

e_t^{PC} : shock a la curva de phillips en el período t

**Regla de Política Monetaria**

$$i_t = D_1 i_{t-1} + (1 - D_1) \left(i_t + D_2 (\mathbf{p}_{t+1} - \bar{\mathbf{p}}_{t+1}) + D_3 \bar{y}_t \right) + \mathbf{e}_t^{PM} \quad (5)$$

Donde:

i_t : tasa de interés nominal de política monetaria de corto plazo en el período t

\dot{i}_t : tendencia de la tasa de interés nominal de política de corto plazo en el período t

$\bar{\mathbf{p}}_t$: meta de inflación en el período t

\mathbf{e}_t^{PM} : shock de política monetaria en el período t

Paridad descubierta de la Tasa de Interés

$$I_t - I_t^* = 4(s_{t+1}^{e,t} - s_t) + \mathbf{r}_t + \mathbf{e}_t^{MD} \quad (6)$$

Donde:

I_t : tasa de interés nominal de largo plazo en el período t

I_t^* : tasa de interés nominal externa de largo plazo en el período t

$s_{t+1}^{e,t}$: tipo de cambio nominal esperado en t para el período t + 1

s_t : tipo de cambio nominal en el período t

\mathbf{r}_t : premium por riesgo país en el período t

\mathbf{e}_t^{MD} : shock de tipo de cambio en el período t

Curva de Rendimiento

$$I_t = F_1 I_{t-1} + (1 - F_1) \left((i + i_{t+1} + i_{t+2} + i_{t+3}) / 4 + term_t \right) + \mathbf{e}_t^{CR} \quad (7)$$

Donde:

$term_t$: diferencia entre la tasa de interés nominal de largo plazo y la de corto plazo en el período t

\mathbf{e}_t^{CR} : shock a la curva de rendimiento en el período t

Ecuación de Fisher de largo plazo

$$R_t = I_t - \mathbf{p}_{t+1}^{e,t} \quad (8)$$



Donde:

R_t : tasa de interés real de largo plazo en período t

Expectativas de Inflación

$$p_{t+1}^{e,t} = W_1 p_{t+1} + (1 - W_1) p_{t-1} \quad (9)$$

Expectativas de Tipo de Cambio

$$s_{t+1}^{e,t} = W_2 s_{t+1} + (1 - W_2) \left(s_{t-1} + \frac{1}{2} (z_t + \bar{p}_t - p_{ss}) \right) \quad (10)$$

Donde:

z_t : tendencia del tipo de cambio real en el período t

p_{ss} : valor de la inflación en estado estacionario

De acuerdo al MMS, la política monetaria del Banco Central se transmite al sistema económico y al nivel general de precios a través de los siguientes canales: i) el canal de demanda agregada; ii) el canal del tipo de cambio; y, iii) el canal de las expectativas de inflación.

El canal de demanda agregada consiste en los efectos que se producen en la brecha del producto total y en la inflación ante una variación en la tasa de interés nominal de política monetaria del Banco Central, i_t . De acuerdo con dicho canal, el incremento en la tasa de interés nominal de política monetaria producirá un incremento en las tasas de interés nominal y real de largo plazo, como lo establecen la curva de rendimiento, ecuación (7), y la Ecuación de Fisher de largo plazo, expresión (8). Al incrementarse la tasa de interés real de largo plazo, se incrementa la brecha de dicha tasa, \bar{R}_t , con respecto a su tendencia de largo plazo, lo cual genera una reducción en el nivel de inversión planeada, en el consumo de bienes durables y, por consiguiente, en la brecha del producto para consumo doméstico, \bar{d}_t , de acuerdo con la ecuación (1), y en la brecha del producto total, \bar{y}_t , de acuerdo con la ecuación (3). Adicionalmente, el incremento en la tasa de interés de política monetaria produce una variación positiva en el diferencial de tasas de interés de largo plazo (lado izquierdo de la expresión (6)). Esto propicia una afluencia de capitales hacia el país ya que los inversionistas buscan la mejor tasa de retorno



para sus capitales. A su vez, un mayor flujo de capitales genera un incremento en la oferta de moneda extranjera en el país y conlleva hacia la apreciación del tipo de cambio. Dicha apreciación cambiaria reduce la brecha del tipo de cambio real, \bar{z}_t , y, por consiguiente, disminuye la brecha del producto para consumo externo, \bar{x}_t , de acuerdo con la ecuación (2), y la brecha del producto total, \bar{y}_t , de acuerdo con la ecuación (3). La disminución en la brecha del producto total contribuye a reducir la inflación, P_t , tal y como lo indica la Curva de Phillips, expresión (4).

El canal del tipo de cambio consiste en el efecto directo que tiene una variación cambiaria en el nivel de precios doméstico. De acuerdo a la Curva de Phillips, ecuación (4), una apreciación del tipo de cambio reduce la brecha del tipo de cambio real, \bar{z}_t , y por lo tanto, la inflación.

Por último, las expectativas de los agentes económicos juegan un papel importante en la determinación del nivel de precios. El MMS contempla expectativas de inflación, ecuación (9), y expectativas cambiarias, ecuación (10). Las expectativas de inflación se forman por un proceso que incorpora inercia y expectativas racionales. Luego, éstas influyen directamente en la inflación a través de la Curva de Phillips, ecuación (4). Las expectativas cambiarias se forman según el proceso descrito por la ecuación (10) y afectan la economía a través de la paridad descubierta de la tasa de interés, ecuación (6).

i) Información auxiliar

La información auxiliar necesaria para obtener los pronósticos por medio del MMS es la siguiente: a) un sistema de manejo de datos; b) pronósticos de inflación de corto plazo; c) modelos satélites; y, d) otra información relevante.

a) Sistema de Manejo de Datos

El sistema de manejo de datos consiste de una base de datos que contenga información actualizada de las principales variables que componen el MMS, así como de reportes de monitoreo de información elaborados por los encargados de manejar la base de datos, en los cuales se



indican los posibles efectos en el MMS y en los pronósticos de corto plazo, derivados de la información que acaba de ser publicada.

Este sistema facilita la obtención de información para las personas que manejan el MMS y para los encargados de elaborar pronósticos de corto plazo. Dicha información deberá de poder obtenerse de manera oportuna, y deberá ser la información oficial que podrá ser consultada por cualquier miembro del equipo de pronóstico del Banco Central.

b) Pronósticos de Inflación de Corto Plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo se obtienen por medio de la unificación de criterios pertenecientes a diversos expertos en materia de inflación de diversas áreas del Banco Central. Dichos expertos fundamentan sus puntos de vista en base a modelos ARIMA, VAR y de regresión múltiple, así como en base a información relevante de acuerdo a su experiencia, acerca del comportamiento, en un futuro cercano, del índice general de precios al consumidor.

Los pronósticos derivados de dicho consenso reemplazan las proyecciones de inflación de los primeros dos trimestres que son producidas por el MMS, ya que se considera que éste último es más útil para obtener pronósticos de largo plazo, en los cuales cada variable tiende hacia su valor de equilibrio de largo plazo.

c) Modelos satélites

Este tipo de modelos comprende a los modelos utilizados para pronosticar el comportamiento de las variables exógenas incluidas en el MMS. Usualmente modelos ARIMA o VAR son utilizados para tal efecto, y los pronósticos para las variables exógenas derivados de los mismos se incluyen como insumo para el MMS. En algunos casos, pueden utilizarse pronósticos generados por firmas especializadas (por ejemplo, para el caso de los precios futuros del petróleo). Cabe indicar que el Banco Central compra los pronósticos de los precios a futuro del petróleo y sus derivados de la empresa *Global Insight*, mientras que los pronósticos de inflación externa y de tasa de



crecimiento económico externo los adquiere de la empresa *Consensus Forecast*.

d) Otra Información Relevante

Adicionalmente a los aspectos mencionados con anterioridad, el MMS también se alimenta de información relevante proporcionada por analistas encargados de indicar los efectos de diversas variables de origen interno y externo en los precios domésticos. La opinión de dichos analistas es valiosa para los encargados de elaborar los pronósticos del MMS.



ANEXO 6

CURVA DE RENDIMIENTO: ASPECTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA

Principales teorías sobre la curva de rendimiento. En general, existen varias teorías acerca de la curva de rendimiento, algunas de las cuales se describen a continuación⁴⁹:

Teoría de las expectativas puras. Establece que la tasa de interés de largo plazo es el promedio geométrico de las tasas esperadas de corto plazo.

Teoría de la preferencia por la liquidez. Esta teoría establece que las tasas de interés de largo plazo deben ser mayores que el promedio geométrico de las tasas de interés de corto plazo. Debido a que no existe certeza absoluta acerca del nivel de las tasas de interés futuras y a que existe un riesgo asociado con el precio futuro de reinversión de los bonos de largo plazo, los inversionistas demandan una prima por riesgo que aumenta de acuerdo a la extensión del plazo de la inversión; en consecuencia, a mayor plazo corresponde mayor prima por riesgo. La aversión al riesgo y a la incertidumbre genera una preferencia por activos líquidos de corto plazo. Para que los agentes económicos acepten incorporar en sus portafolios activos financieros de largo plazo, la prima por riesgo debe aumentar a medida que aumenta el plazo de los instrumentos.

Teoría del hábitat preferido. En este esquema teórico se asume que la curva de rendimiento expresa tanto las expectativas acerca de las tasas futuras de interés como la prima por riesgo; sin embargo, la prima por riesgo no aumenta uniformemente con la madurez de los activos financieros. La preferencia por inversiones de un determinado plazo es determinada por la naturaleza de los activos y pasivos de los inversionistas. Estos cambiarán los horizontes de sus inversiones sólo si se les compensa con una prima adecuada, ya que el cambio de plazo entraña un riesgo en el manejo de cartera.

⁴⁹ Homaifar, G. (2004). *Managing Global Financial and Foreign Exchange Risk*. Wiley-Finance, New Jersey, USA.

Teoría de los mercados segmentados. De acuerdo a esta teoría, los inversionistas operan en un determinado segmento del mercado que, como en la teoría anterior, optimiza el rendimiento de sus portafolios. En cada segmento del mercado la oferta y la demanda de activos financieros determina el rendimiento de los mismos y, por ende, la forma de la curva de rendimiento.

Cálculo de la curva de rendimiento. La curva de rendimiento no puede observarse directamente en los mercados financieros, debido a que existen brechas en la estructura de vencimientos, lo que implica que sólo se observan valores discretos. Esto implica que la curva de rendimiento debe estimarse. Para el efecto, la teoría económica ha desarrollado algunas metodologías, las cuales se describen a continuación:

Modelos polinomiales

Uno de los métodos más simples para la estimación de la curva de rendimiento es el ajuste que brindan los polinomios de grado “i” ilustrados en la siguiente ecuación.

$$ytm_t = a_0 + \sum_{i=1}^m b_i T_g^i + u_g$$

Donde:

ytm_t = es el rendimiento al vencimiento del g-ésimo bono

T_g^i = es el término del vencimiento del g-ésimo bono

a , b = son los coeficientes del polinomio

u_g = es el error residual del g-ésimo bono

Modelos paramétricos

Brindan una relación funcional entre las tasas *forward* y *spot*⁵⁰, logrando modelar esta última mediante un promedio geométrico de la curva de tasas *forward*, cuya aproximación la realizan por medio de una función matemática conocida como Polinomio de Laguerre más una constante de la siguiente forma:

⁵⁰Las tasas *forward* $f(t,t',T)$ se refieren a las tasas de interés de transacciones de bonos cupón cero realizadas en un periodo de tiempo t pero que establecen una fecha de entrega futura ($t' > t$), con un plazo de vencimiento T a partir de t' ; mientras que, las tasas *spot* se refieren a los retornos de un pagaré cupón cero cuyo vencimiento tiende a cero $r(t)$.

$$f(T) = b_0 + b_1 e^{\frac{-T}{t_1}} + \frac{b_2}{t_1} T e^{\frac{-T}{t_1}}$$

Donde:

T = es el rendimiento al vencimiento del pasivo

b_0, b_1, b_2, t_1 son los parámetros a ser estimados.

Modelos paramétricos tipo Svensson

Svensson propone extender el método de Nelson y Siegel de manera de generar curvas *forward* con mayor flexibilidad al incorporar parámetros al modelo. Al incluir dos parámetros más, el autor aumenta la flexibilidad permitiendo la existencia de un segundo monte (o valle) en la función:

$$f(m) = \beta_0 + \beta_1 \cdot e^{\frac{-m}{\tau_1}} + \beta_2 \cdot \frac{m}{\tau_1} \cdot e^{\frac{-m}{\tau_1}} + \beta_3 \cdot \frac{m}{\tau_2} \cdot e^{\frac{-m}{\tau_2}}$$

Modelos paramétricos logarítmicos

Otro de los métodos empleados y que goza de utilidad en los mercados, pero no por esto de mejor consistencia econométrica, son las regresiones logarítmicas empleadas por operadores bursátiles y oficiales de deuda.

$$f(x) = b \ln(x) + d$$

Donde

b = se comporta como la semielasticidad del rendimiento ante el cambio en el tiempo

d = es una constante.

Modelo Bootstrap

Es el método más sencillo y más utilizado en la práctica para determinar una estructura intertemporal de tasas de interés. Consiste en determinar las tasas cupón cero equivalentes de los instrumentos disponibles en el mercado, y luego completar la curva, para aquellos plazos en los que no se cuenta con información, mediante una interpolación lineal. Para extrapolar, se asume que la estructura de tasas es constante previo a la observación de menor plazo y posterior a la observación de mayor plazo. El nivel de tasas utilizado para



extrapolar es igual a la tasa de menor plazo observada para aquellos plazos menores a éste y es igual a la tasa de la observación de mayor plazo registrada para los plazos mayores a éste.

Seguimiento de la curva de rendimiento en otros países. A manera de referencia, a continuación se presentan ejemplos de la forma en la cual los países seleccionados construyen la curva de rendimiento, para lo cual se describen las metodologías o modelos utilizados:

Estados Unidos de América. La curva de rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos de América, se deriva utilizando una función *quasi-cubic hermite spline*⁵¹. Se construye con periodicidad diaria, para lo cual se ingresa información de los rendimientos ofrecidos sobre los valores más recientes emitidos por el tesoro de los Estados Unidos de América. No obstante, éste se reserva el derecho de utilizar información adicional de los valores que están siendo negociados en el mercado secundario, para un determinado vencimiento, si no estuviera disponible la información respectiva. Actualmente, la información utilizada para aplicar el modelo es la de las subastas más recientes de las Letras del Tesoro, a plazos de 4, 13 y 26 semanas; los rendimientos ofrecidos en las subastas más recientes de las Notas de Tesorería a 2, 3, 5 y 10 años, y la información de las subastas recientes de los Bonos a 30 años; así como la información sobre las ofertas de valores emitidos con anterioridad que están siendo negociados en el mercado secundario, con vencimiento a 20 años.

Cabe indicar que el tesoro de los Estados Unidos de América revisa la metodología para la derivación de la curva de rendimiento regularmente y se reserva el derecho de modificarla; en tal sentido, la información descrita corresponde a la revisión y actualización realizada el 9 de febrero de 2006.

Chile. La curva de rendimiento que utiliza el Banco Central de Chile, se alimenta diariamente con los precios del mercado del día previo, tanto para la curva de tasas nominales como para la curva de tasas reales. La construcción

⁵¹ Variación del modelo polinomial Cubic Spline



de la curva de rendimiento se efectúa con el apoyo de la página financiera de www.riskamerica.cl que el Banco Central de Chile ha contratado para tal efecto. Esta página proporciona la infraestructura sobre la cual se desarrolla la metodología para construir dichas curvas. Los modelos por medio de los cuales se basa la elaboración de esta curva corresponden a los de Nelson y Siegel y Svensson.

Perú. En este país se utiliza la denominada cartera global del mercado de instrumentos de deuda peruana, que incluye a todo aquel título de deuda emitido en Perú o por emisores peruanos en el exterior que tengan precios del mercado primario o mercado secundario. Adicionalmente, se pueden tomar en cuenta precios de referencia válidos aun cuando no hayan precios de mercado.

Las curvas cupón cero son construidas diariamente para cada moneda -soles, dólares y euros- y tipo de tasa -nominal y real- a partir de los precios válidos obtenidos de la cartera global del mercado de instrumentos de deuda peruana. Los parámetros de cada curva se determinan ajustando por mínimos cuadrados las tasas de rendimiento teóricas a las tasas de rendimiento observadas en el mercado para los instrumentos de deuda seleccionados.

Las tasas de rendimiento teóricas serán obtenidas de los precios calculados mediante la función de tasas cupón cero del modelo tipo Svensson, el cual es una derivación del modelo de curvas cupón cero de Nelson y Siegel.

Una vez obtenidos los parámetros, se determinan los estimadores de la calidad de ajuste de la curva a los precios del mercado y se visualizará la curva cupón cero obtenida.

México. El Banco de México publica una curva de rendimientos para los valores gubernamentales usando como insumo los precios proporcionados por dos empresas que prestan este tipo de servicio (PIP y Valmer). Dado que estos precios son información privada, el Banco de México no identifica qué precio es de cada empresa y publica solamente una ponderación de ambos precios. Debe destacarse que la ponderación utilizada varía aleatoriamente cada día. Internamente, para tener un parámetro de posibles desviaciones de los precios observados de sus referentes “teóricos”, el Banco de México calcula



una curva de rendimiento “teórica”. Esta es una estimación econométrica de la curva de rendimiento basada en la metodología de Nelson y Siegel, la cual consiste en hacer una estimación de sección cruzada sobre los puntos observados de la curva de rendimiento y estimar intervalos de confianza para los distintos precios observados. Cuando un precio está fuera del intervalo de confianza estimado, se supone que dicho precio está desalineado.