

ÍNDICE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2004

I.	MARCO GENERAL	1
II.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	3
	A. SECTOR REAL	3
	1. La actividad económica para 2004	3
	2. Empleo	4
	B. SECTOR EXTERNO	5
	1. La economía mundial	5
	2. Balanza comercial	7
	3. Reservas monetarias internacionales netas	9
	C. SECTOR FISCAL	10
	1. Análisis de la ejecución presupuestaria	10
	2. Deuda pública	11
	a) Interna	11
	b) Externa	12
	D. SECTOR FINANCIERO	12
	1. Liquidez bancaria	12
	a) En moneda nacional	12
	b) En moneda extranjera	12
	2. Adelantos	13
	3. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario	13
	4. Cartera vencida y en mora	14
	5. Activos improductivos	14
IV.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS	15
	A. META DE INFLACIÓN	15

1.	IPC total	15
2.	Inflación subyacente	17
B.	PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA	17
1.	Análisis del programa al primer trimestre de 2004	17
a)	Monetización externa	18
b)	Posición con el sector público	18
c)	Posición con bancos y financieras	19
d)	Resultado operativo de gastos y productos	19
e)	Operaciones de mercado abierto	19
C.	VARIABLES INDICATIVAS	19
1.	Emisión monetaria	19
2.	Inflación subyacente esperada	22
3.	Expectativas de inflación del sector privado	22
4.	Medios de pago	23
5.	Crédito de los bancos al sector privado	24
a)	Tasa de crecimiento	24
b)	Cartera crediticia por actividad económica	25
c)	Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones	25
6.	Tasas de interés	26
a)	De operaciones de mercado abierto	26
b)	Tasa parámetro	27
c)	Competitividad externa de la tasa de interés doméstica	28
d)	Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario	29
i)	En moneda nacional	29
ii)	En moneda extranjera	29
7.	Tipo de cambio nominal	29
8.	Índice del tipo de cambio efectivo real -ITCER-	30
9.	Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	30

V.	PROGRAMA MONETARIO	31
A.	ACUERDO <i>STAND-BY</i> CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	31
B.	REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO	31
	ANEXOS	34

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2004

I. MARCO GENERAL

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

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

II. ASPECTOS CUALITATIVOS

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

adversos para la efectividad de la política monetaria. En efecto, se manifestaron expectativas inflacionarias de los agentes económicos¹, las que se asociaron, fundamentalmente, a los efectos que en el comportamiento de la inflación tuvieron los excedentes de liquidez primaria originados desde mayo de 2003, los cuales, no obstante los esfuerzos de estabilización monetaria realizados durante el referido año, se extendieron a los primeros tres meses de 2004. Por otra parte, también es dable indicar que las referidas expectativas inflacionarias pudieron haber sido alentadas por cierta incertidumbre asociada a la situación de las finanzas públicas. En efecto, a pesar de la fuerte restricción del gasto público observada durante el trimestre y del anuncio del compromiso gubernamental de ejecutar en 2004 un déficit fiscal no mayor al 2% del Producto Interno Bruto, todavía falta por definirse la forma en que se va a cerrar la brecha entre el ingreso y el gasto público, lo cual se espera se concrete en el segundo trimestre del año, en el marco del Pacto Fiscal.

En el contexto descrito, si bien se logró mantener la estabilidad en las principales variables macroeconómicas, la inflación tuvo un moderado comportamiento al alza. En efecto, cabe indicar que de conformidad con el Índice de Precios elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), a marzo el ritmo de inflación se situó en 6.57%, superior en 0.79 puntos porcentuales al observado a marzo de 2003 (5.78%) y ligeramente por encima del rango de entre 4% y 6% establecido como meta para fin de año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004².

Lo anterior pone en perspectiva que durante el resto del año la política monetaria

¹ Como referencia, de conformidad con los resultados de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado, que es una de las diez variables indicativas de la política monetaria, efectuada en enero, febrero y marzo, la inflación esperada para diciembre de 2004 fue de 6.81%, 6.39% y 6.56%, respectivamente.

² Resultados preliminares de estudios realizados por los cuerpos técnicos del Banco Central, sugieren que la inflación que se registra por encima del límite inferior (4%) establecido como meta para fin de año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004, se podría asociar en proporciones similares al efecto rezagado de los excesos de emisión monetaria que se originaron en 2003 y a una inflación de origen importado.



debe mantenerse atenta a la evolución de la tasa de inflación y de las variables indicativas de dicha política, a fin de que se continúe adoptando las acciones que permitan corregir gradualmente los excesos de emisión monetaria existentes, para de esa manera cumplir con el objetivo fundamental de estabilidad de precios. Esto debe tomarse con especial atención, si se considera que, no obstante la inflación a nivel mundial todavía se mantiene en niveles moderados, el comportamiento reciente del nivel general de precios en los Estados Unidos de América y en la región asiática podría ser preludio de un eventual repunte inflacionario mundial³.

Cabe indicar que para abatir las expectativas inflacionarias observadas en los primeros meses del presente año, y a fin de moderar el crecimiento de la emisión monetaria, el 15 de marzo de 2004 el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con base en los lineamientos contenidos en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria, acordó efectuar un ajuste moderado en la tasa de interés de los Certificados de Depósito a Plazo a 28 días, aumentándola de 4.50% a 4.75%. Dicha medida persiguió enviar un mensaje a los agentes económicos del compromiso del banco central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.

Por otra parte, en lo que concierne al sector externo, las reservas monetarias internacionales netas, al 31 de marzo, se situaron en US\$2,950.0 millones, monto superior en US\$30.7 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2003, el cual representa alrededor de 5.1 meses de importaciones de bienes y 5.1 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año. En materia de tipo de cambio, éste mostró estabilidad con tendencia hacia una leve depreciación. En efecto, el tipo de cambio promedio de compra y venta en el mercado institucional de divisas se depreció Q0.05 (0.6%), al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo del presente año. Dicho comportamiento se asocia a factores estacionales, siendo importante resaltar que en el marco del régimen del tipo

de cambio flexible vigente, el banco central no participó en el mercado cambiario (la última participación fue el 17 de octubre de 2003).

En cuanto a las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, éstas continuaron con su tendencia estable y hacia la baja, al pasar de 14.11% y 4.52%, el 31 de diciembre de 2003, a 13.91% y 4.40%, el 31 de marzo de 2004, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto, por su parte, se ha mantenido, en promedio, en alrededor del 2.5% anual, aspecto que refleja la liquidez existente en el sistema bancario.

En lo que concierne al crédito bancario al sector privado, al 31 de marzo éste exhibió una tasa de crecimiento interanual de 12.1%, la cual se ubica dentro del rango previsto para 2004 (11.5% -13.5%).

En el campo fiscal, al 31 de marzo de 2004, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, se observó un superávit fiscal de Q53.5 millones, que contrasta con el déficit fiscal registrado en igual periodo de 2003 (Q575.4 millones). Este resultado obedece básicamente a la contención del gasto público en Q525.2 millones (-9.7%) y al incremento de los ingresos totales en Q103.7 millones (2.1%), ambos respecto a marzo de 2003.

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

³ Al final del Anexo 2 se presentan otras consideraciones sobre el tema.

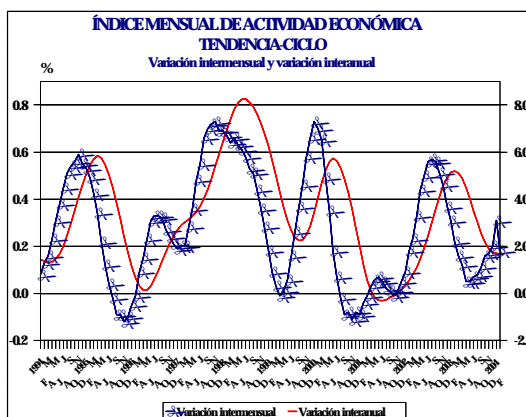
III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2004

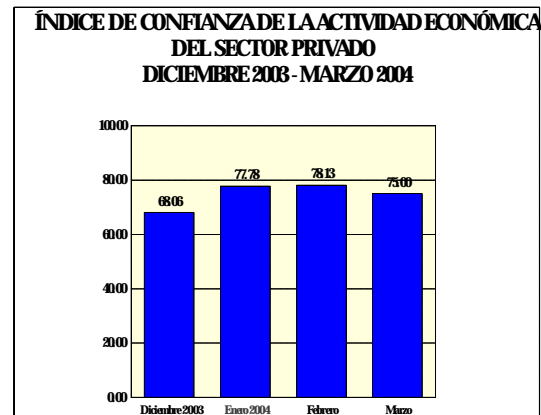
Para 2004 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 2.6%, tasa superior a la de 2003 (2.1%). En el orden externo, la evolución prevista de la economía de los Estados Unidos de América⁴ y de los principales socios comerciales de Guatemala y, en el orden interno, el desvanecimiento de la incertidumbre asociada al año electoral, así como el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, son factores que inciden positivamente en el inicio de la recuperación de la economía nacional.

En cuanto al índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, cabe indicar que su índice de tendencia-ciclo viene mostrando un comportamiento decreciente desde marzo de 2003; sin embargo, la desaceleración que recientemente muestra dicha reducción sugiere que esa tendencia podría estar llegando a su fin. Consistente con ello, cabe indicar que la evolución presentada por la variación intermensual del índice de tendencia-ciclo del IMAE, que es una señal anticipada del comportamiento de la variación interanual, no obstante la desaceleración presentada en febrero de este año, desde julio de 2003 viene mostrando una tendencia al alza.



⁴ En 2003 el PIB de los Estados Unidos de América creció 3.1%, en tanto que en 2004 se prevé que crezca 4.6%.

Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Sector Privado⁵, las expectativas de reactivación económica mejoraron después de la culminación del evento electoral. En efecto, en diciembre de 2003 el referido índice se situó en 68.06, mientras que en los tres primeros meses de este año se situó entre 75.00 y 78.13.



Algunos indicadores disponibles a la fecha confirmarían estas expectativas. En efecto, en lo que concierne al comportamiento de la producción de fluido eléctrico, a febrero del presente año la misma fue de 1,177.9 miles de MWH, superior en 10.9% a la producción registrada en igual período de 2003 (5.6%). El dinamismo observado en la referida actividad se explica, por una parte, por una mayor exportación de energía eléctrica a El Salvador, la que aumentó en 70.8%, al pasar de 66.1 miles de MWH a febrero de 2003 a 112.9 miles de MWH al mismo mes de 2004 y, por otra, a la generación de electricidad para consumo interno, que a febrero de 2004 se incrementó en 6.9% respecto a igual período de 2003, al pasar de 996.4 miles de MWH a 1,065.0 miles de MWH.

De los indicadores del sector externo, el valor de las exportaciones del territorio

⁵ El Índice de Confianza de la Actividad Económica del Sector Privado tiene el propósito de medir la percepción de los agentes económicos de dicho sector, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales de ese sector son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado -EEL-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala y cuyos resultados son publicados en su página de Internet.

aduanero⁶, en dólares de los Estados Unidos de América, a febrero de 2004 muestra un crecimiento de 1.0% respecto a igual mes de 2003 (-13.2%) en tanto que las exportaciones del comercio general⁷ presentan un incremento de 2.2% (-3.4% a igual fecha de 2003). Por su parte, las importaciones del territorio aduanero, en dólares de los Estados Unidos de América, a febrero de 2004 registran un crecimiento de 6.1% (10.1% a febrero de 2003) y las importaciones del comercio general, un aumento de 8.0% (11.1% a febrero de 2003).

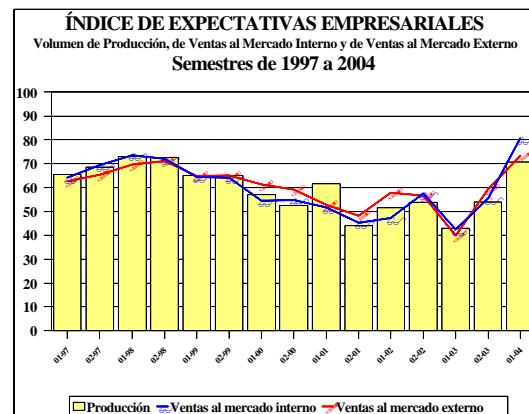
Otro indicador que refleja el crecimiento de la actividad económica es el comportamiento de los expedientes inscritos en el Registro Mercantil, en el que se observa un repunte, ya que a febrero de 2004 el total de inscripciones netas (inscripciones menos cancelaciones) muestra un incremento interanual de 12.1% (-12.4% a febrero de 2003).

Por su parte, el índice de producción de cerveza registró a febrero de 2004 un aumento de 26.7% (-14.7% en 2003); el de bebidas alcohólicas varió 21.7% (6.7% en 2003); el de ventas de cemento registró un aumento de 7.1% (-9.6% en 2003); el de producción de bebidas gaseosas registró un incremento de 36.6% (7.0% en 2003); y, el de producción de cigarrillos disminuyó 18.1% (-21.8% en 2003).

El consumo de combustibles a febrero de 2004 fue de 3,981.3 miles de barriles, registrando un incremento de 0.8% con relación a igual período de 2003 (-11.3% a febrero de 2003).

Por último, cabe mencionar los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial⁸ llevada a cabo en febrero y marzo de 2004, de acuerdo con los cuales el 54.5% de los empresarios manifestó que el volumen de producción aumentará en el primer semestre del presente año, porcentaje mayor al que se tenía para el mismo período de 2003 (21.9%). En ese sentido, el Índice de Expectativas de Producción⁹ mantiene la

tendencia positiva registrada a partir del segundo semestre de 2003, al aumentar el porcentaje neto de empresarios que estima que en el primer semestre de 2004 su nivel de producción aumentará. Asimismo, cabe indicar que de conformidad con la encuesta indicada, similar situación se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo.



En conclusión, los indicadores disponibles denotan un comportamiento más dinámico de la actividad económica nacional.

2. Empleo

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

De acuerdo con los resultados de la última encuesta realizada (ENEI 4), a marzo de 2003 la Población en Edad de Trabajar -PET-¹⁰ totalizó 8.3 millones de personas y la Población Económicamente Activa -PEA-¹¹ se situó en 5.1 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa de Participación (PEA/PET) de 61.4%, superior en 0.5 puntos porcentuales a la registrada en la ENEI 1 (60.9%).

⁶ El territorio aduanero es aquel en el que se aplica plenamente la legislación aduanera.

⁷ El comercio general incluye el comercio del territorio aduanero, el comercio amparado por el Decreto Número 29-89 del Congreso de la República, "Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila" y el comercio de zonas francas.

⁸ Realizada a una muestra de 400 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

⁹ Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (54.5%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (13.1%).

¹⁰ Todas las personas de 10 años y más.

¹¹ Todas las personas de 10 años y más que en la semana de referencia realizaron algún tipo de actividad económica y las personas que estaban disponibles para trabajar y hacen gestiones para encontrar un trabajo. Se incluyen también las personas que durante la semana de referencia no buscaron trabajo activamente por razones de mercado, pero estaban dispuestas a iniciar un trabajo en forma inmediata.



En lo que respecta a la Población Ocupada -PO-¹², a marzo de 2003 ésta fue de 4.9 millones de personas, lo que significó una Tasa de Ocupación Específica (PO/PEA) de 96.6%, inferior en 0.3 puntos porcentuales a la observada en la ENEI 1 (96.9%).

En cuanto a la PO por rama de actividad económica¹³, a marzo de 2003 la mayor participación correspondió a la Agricultura, con 36.1% (38.7% en la ENEI 1); seguida del Comercio, con 22.4% (22.0% en la ENEI 1); en tanto que la Industria participó con el 16.7% (15.0% en la ENEI 1). Las tres ramas de actividad económica mencionadas representan, en conjunto, el 75.2% del total.

En relación a la PO por categoría ocupacional¹⁴, la ENEI 4 reportó que el 29.8% corresponde al renglón Trabajador por cuenta propia (32.6% en la ENEI 1), el 27.0% a Empleado privado (24.3% en la ENEI 1), el 20.4% a Trabajador familiar sin pago (22.4% en la ENEI 1) y el 22.8% restante a otras categorías ocupacionales.

De acuerdo con la ENEI 4, el 70.4% de la PO (71.5% en la ENEI 1) se ubicó dentro del sector informal, en tanto que el 29.6% se situó dentro del sector formal (28.5% en la ENEI 1).

En cuanto a la Población en Subempleo Visible -PSV-¹⁵, en marzo de 2003 ésta alcanzó 0.8 millones de personas (0.7 millones de personas en la ENEI 1), lo que significa una Tasa de Subempleo Visible (PSV/PEA) de 16.0% (15.0% en la ENEI 1).

Por su parte, la Población Desocupada Abierta Total -PDAT-¹⁶, a marzo de 2003 fue de 0.2 millones de personas (cifra igual a la reportada en la ENEI 1), lo que da una Tasa de Desempleo Abierto Total (PDAT/PEA) de 3.4% (3.1% en la ENEI 1).

Conviene subrayar que la ENEI es un importante avance en la producción de estadísticas económicas del país y que, en la

medida en que se continúe realizando sistemáticamente, permitirá a sus usuarios realizar análisis más profundos sobre el empleo y la actividad económica nacional.

B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial

De acuerdo con lo señalado por el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁷, la recuperación económica mundial se ha venido ampliando y fortaleciendo desde finales del año pasado y en lo que va del presente año. De esta cuenta, se espera que en 2004 el crecimiento del producto global supere las proyecciones iniciales como consecuencia del marcado aumento del comercio internacional, del optimismo en los mercados financieros y del repunte de la economía de Estados Unidos de América; sin embargo, según el FMI, aún persisten retos y riesgos significativos, entre los cuales están el alcanzar una solución ordenada a los desequilibrios globales, particularmente el enorme déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de América¹⁸ -que es acompañado por un déficit fiscal de similares dimensiones- y los correspondientes superávit en cuenta corriente que se han dado en otros países, especialmente de Asia; así como el hecho de que muchas economías industriales y de mercados emergentes enfrentan difíciles situaciones fiscales de mediano plazo y el reto adicional constituido por la eventual transición a tasas de interés más altas.

Es de tomar en cuenta que el ritmo y la naturaleza de la aparente recuperación en todas las regiones del orbe varían significativamente, siendo la economía de Estados Unidos de América la de más rápido repunte junto con la de algunos países emergentes de Asia, particularmente la de China; en contraste, tal recuperación aún no se ha afianzado en el área del euro.

Es importante resaltar que, con pocas excepciones, la inflación aún está bajo control en todas las regiones del mundo; sin embargo, el comportamiento reciente observado en los Estados Unidos de América

¹² Todas las personas de 10 años y más que dijeron haber trabajado por lo menos una hora, durante la semana de referencia.

¹³ Clasifica a los empleados ocupados de acuerdo con el tipo de producto o servicio que genera la empresa, negocio o institución donde trabajaron en la semana de referencia.

¹⁴ Tipo de relación de dependencia que establece la persona con los medios de producción y el empleador.

¹⁵ Conjunto de personas que trabajan involuntariamente menos de la jornada normal (40 horas/semana en el Sector Público y 48 horas/semana en el resto de sectores) y que desearían trabajar más horas.

¹⁶ Personas de 10 años y más que sin estar ocupadas en la semana de referencia, buscaron trabajo y tenían disponibilidad inmediata para hacerlo. Se incluyen en esta categoría a las personas que no buscaron activamente trabajo por razones de mercado, mal tiempo o esperan respuesta a solicitudes de trabajo.

¹⁷ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2004.

¹⁸ La inquietud respecto a su sostenibilidad ha sido un elemento de gran influencia en la caída del dólar estadounidense que, en combinación con la rápida recuperación global, se trasladó a los precios de los productos de exportación (commodities).



y Asia ha dado lugar a que algunos analistas consideren que existe el riesgo de un eventual repunte de la misma¹⁹.

En el marco descrito, las proyecciones más recientes del FMI estiman que la actividad productiva mundial mostrará una tasa de crecimiento de 4.6% en 2004, superior a la registrada el año precedente (3.9%). Asimismo, se calcula que el comercio de bienes y servicios se incrementará aproximadamente en 6.8%, cifra superior al crecimiento de 4.5% mostrado en 2003. Otro factor a considerar es que a inicios de 2004, los indicadores macroeconómicos en Estados Unidos de América han permitido estimar que esta economía mostrará una tasa de crecimiento de 4.6%, superior en 1.5 puntos porcentuales a la registrada el año anterior, la cual fue de 3.1%.²⁰ Este robusto comportamiento podría sustentarse en un crecimiento firme y sostenido de la inversión empresarial y en un decaimiento mínimo en el consumo privado, afectado recientemente por un leve descenso en la confianza del consumidor.

¹⁹ Según el FMI, a pesar de que la inflación ha permanecido baja en Asia, existe cierta preocupación en cuanto al riesgo de que se registren presiones inflacionarias en dicho continente, principalmente en China. De acuerdo con el Wall Street Journal ("Precio de los bienes básicos en Asia provoca temores de contagio inflacionario mundial", 11 de Abril de 2004), ha aumentado la probabilidad de que durante los próximos meses, las presiones inflacionarias se exporten al resto del mundo. De acuerdo con esta fuente, tales presiones se deben a la enorme demanda de bienes primarios en China, principalmente de petróleo, acero y cobre.

²⁰ En anexo 1 se presentan las perspectivas económicas para el área del Euro, Japón, las economías emergentes de Asia, África, los países del Medio Oriente, América Latina, de los países de Europa Central y del Este que son candidatos a formar parte de la Unión Europea, y de los países de la Comunidad de Estados Independientes.



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

CRECIMIENTO ECONÓMICO	
Economía mundial	4.6
Economías avanzadas	3.5
Estados Unidos de América	4.6
Área del euro	1.7
Japón	3.4
Economías emergentes de Asia*	7.2
China	8.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.0
África	4.2
Medio Oriente	4.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	3.9
Argentina	5.5
Brasil	3.5
Chile	4.6
México	3.3
Venezuela	8.8
Europa Central y del Este	4.5
Comunidad de Estados Independientes	6.0
INFLACIÓN	
Economías avanzadas	1.7
Estados Unidos de América	2.3
Área del euro	1.7
Japón	-0.4
Mercados emergentes y países en desarrollo	5.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.2
Economías emergentes de Asia*	3.8
China	3.5
Países de Europa Central y del Este	6.9
Países de la Comunidad de Estados Independientes	10.3

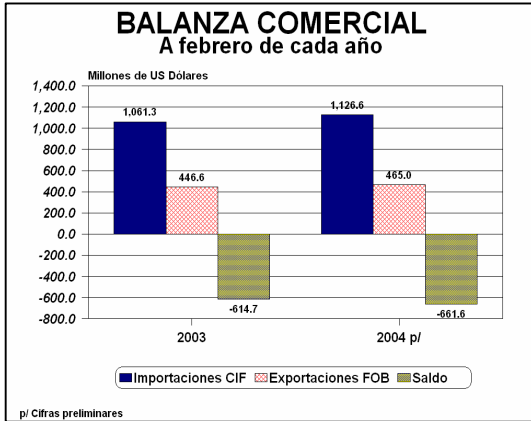
* Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.
Fuente: International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, April 2004.

2. Balanza Comercial

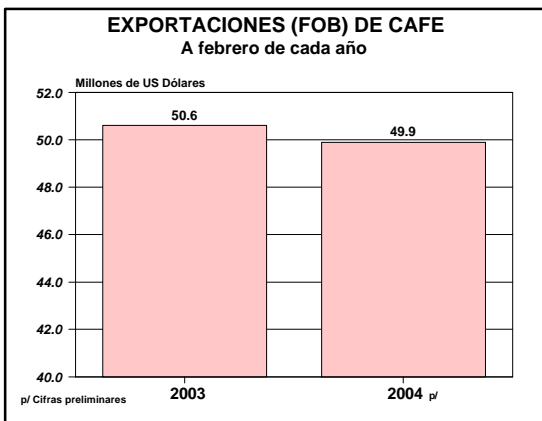
La balanza comercial²¹ a febrero de 2004 registró un saldo deficitario de US\$661.6 millones, superior en US\$46.9 millones (7.6%) al saldo deficitario observado en igual periodo del año previo. Este resultado estuvo determinado, por una parte, por un leve aumento de 4.1% en el valor de las exportaciones FOB (-1.8% en febrero de

2003), al pasar de US\$446.6 millones en febrero de 2003 a US\$465.0 millones en febrero de 2004 y, por otra, por el crecimiento de 6.2% en el valor de las importaciones CIF (10.1% en febrero de 2003), al pasar de US\$1,061.3 millones en febrero de 2003 a US\$1,126.6 millones en febrero de 2004.

²¹ Las cifras presentadas corresponden al criterio de balanza de pagos.

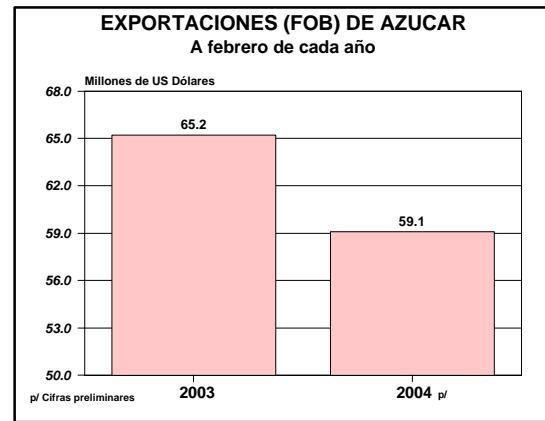


El valor de las exportaciones de café se situó en US\$49.9 millones, menor en US\$0.7 millones (1.4%) respecto de febrero de 2003, lo que se explica por una disminución de 14.1% en el volumen exportado, dado que el precio medio de exportación se incrementó en 14.8%. En efecto, el volumen exportado, en quintales, se redujo al pasar de 883.9 miles a febrero de 2003 a 759.2 miles en igual mes de 2004. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$57.25 en febrero de 2003 a US\$65.73 en igual fecha de 2004, comportamiento asociado a la expectativa hacia la baja de la producción mundial del grano. En este sentido, cabe indicar que según la Organización Internacional del Café (OIC), se espera que la producción de café de alta calidad (variedad arábica) se reducirá en un 27.3% en la presente cosecha.

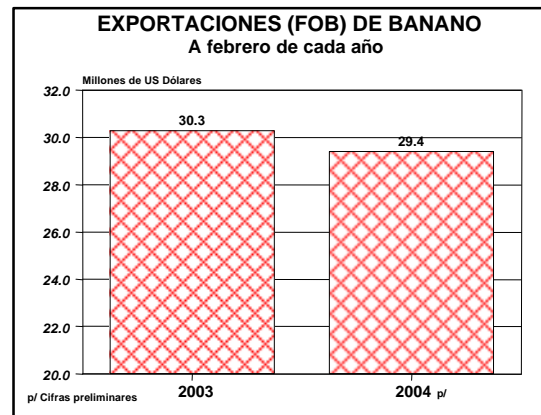


El valor de las exportaciones de azúcar a febrero de 2004 fue de US\$59.1 millones, menor en US\$6.1 millones (9.4%) en relación al registrado a febrero de 2003, situación que se explica por la disminución en el volumen exportado, ya que el precio

medio de exportación aumentó en 2.3%. El volumen exportado, en quintales, se redujo al pasar de 10,080.5 miles a febrero de 2003 a 8,927.2 miles a igual mes de 2004. Dicha reducción se asocia, por un lado, a la caída en las importaciones de Rusia, el mayor importador del edulcorante en el mundo y, por el otro, al aumento en los inventarios de Brasil. Por su parte, el precio medio de exportación, por quintal, aumentó de US\$6.47 en febrero de 2003 a US\$6.62 en igual periodo de 2004.



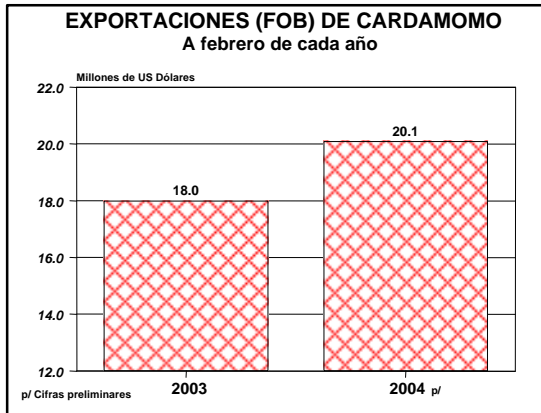
En cuanto al banano, el valor de las exportaciones a febrero de 2004 se ubicó en US\$29.4 millones, menor en US\$0.9 millones (3.0%) al registrado a febrero de 2003. Dicho resultado obedece a que el volumen exportado registró una reducción de 79.9 miles de quintales, dado que el precio medio prácticamente no registró variación en los referidos meses.



El valor de las exportaciones de cardamomo a febrero de 2004 fue de US\$20.1 millones, monto mayor en US\$2.1



millones (11.7%) al observado al mismo mes de 2003. Este resultado se explica, principalmente, por el aumento en el volumen exportado en 24.4 miles de quintales (18.0%). Por su parte, el precio medio de exportación por quintal disminuyó, al pasar de US\$132.84 en febrero de 2003 a US\$125.70 en febrero de 2004.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a febrero de 2004 se situó en US\$23.8 millones, menor en US\$7.4 millones (23.7%) al observado al mismo mes de 2003, lo que se explica tanto por la disminución del volumen exportado en 175.2 miles de barriles (14.1%) como por la disminución del precio medio por barril, al pasar de US\$25.10 en 2003 a US\$22.29 en 2004.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, a febrero de 2004, éste se situó en US\$282.7 millones, monto superior en US\$31.4 millones (12.5%) respecto a febrero de 2003. Este resultado obedece, tanto al aumento por US\$25.2 millones (29.3%) de las exportaciones a países fuera del área centroamericana, como al aumento de US\$6.2 millones (3.8%) de las exportaciones al área centroamericana. Dentro de los productos que determinaron el crecimiento de las exportaciones a países fuera del área centroamericana se encuentran la miel de purga, los productos alimenticios, el caucho natural, las verduras y legumbres, los productos químicos y el ajonjolí.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a febrero de 2004, éste se ubicó en US\$1,126.6 millones, mayor en US\$65.3 millones (6.2%) al registrado en similar periodo del año anterior.

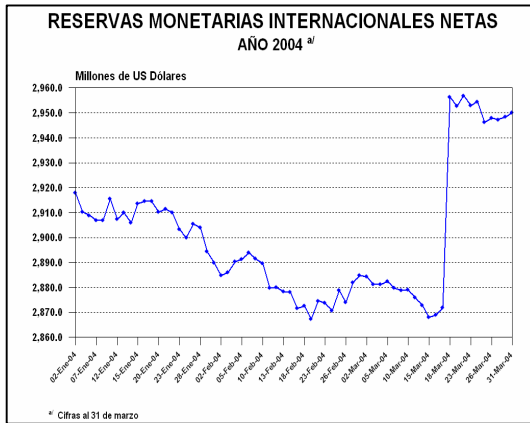
En el crecimiento de las importaciones destaca el aumento en los rubros de bienes de consumo (13.8%); de materiales de construcción (11.6%); de maquinaria, equipo y herramienta (8.3%); y, de materias primas y productos intermedios (6.5%). Por otra parte, los combustibles y lubricantes registraron una disminución de 12.4%.

3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 31 de marzo de 2004 las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RIN) se situaron en US\$2,950.0 millones, lo que significa un aumento de US\$30.7 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2003. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$102.8 millones, egresos de divisas por US\$114.1 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$42.0 millones. En lo que corresponde a los ingresos, destaca el segundo desembolso del Préstamo Sectorial Financiero del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$79.8 millones. Con relación a los egresos, se atendieron, por un lado, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa por US\$90.5 millones, de los cuales US\$89.0 millones corresponden al Sector Público no Financiero y US\$1.5 millones al Banco de Guatemala y, por el otro, el pago de intereses correspondiente a bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$23.6 millones. En lo que corresponde al movimiento de otras operaciones netas, destaca el ingreso por concepto de regalías por explotación de petróleo por US\$20.5 millones, el aumento del encaje bancario en moneda extranjera por US\$18.1 millones, así como intereses percibidos sobre inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$2.2 millones, en tanto que se registraron otros egresos por US\$4.9 millones.

Se considera que el nivel de reservas monetarias internacionales es adecuado, ya que el mismo se ubica en 5.1 meses de importaciones de bienes; en particular, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de

reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.8 meses de importaciones.



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, el nivel de RIN era equivalente a 5.1 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (6.1 veces al 31 de marzo de 2003).

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del gobierno central a marzo (última información disponible) registró un superávit fiscal de Q53.5 millones, que contrasta con el déficit fiscal por Q575.4 millones, observado a marzo de 2003.

Los ingresos fiscales, a marzo de 2004, ascendieron a Q4,956.0 millones, superiores en Q103.7 millones (2.1%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una recaudación equivalente al 22.2% de lo presupuestado para 2004. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q4,755.3 millones, monto superior en Q224.3 millones (5.0%) al registrado en el mismo periodo del año previo. Dicho crecimiento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos por Q252.5 millones, dado que la captación de impuestos directos se redujo en Q28.2

millones respecto de marzo del año anterior. En relación al Impuesto Sobre la Renta -ISR-, se percibieron Q497.7 millones, monto inferior en Q9.5 millones (1.9%) al registrado en similar periodo de 2003. En el caso de los impuestos indirectos, su dinamismo se debe a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-, que ascendió a Q2,293.4 millones, monto superior en Q160.9 millones (7.5%) al observado a marzo de 2003. Por su parte, los ingresos provenientes del impuesto a la distribución del petróleo crudo y combustibles se situaron en Q447.9 millones, monto superior en Q266.4 millones al registrado en igual periodo de 2003. En lo que corresponde a los ingresos por derechos arancelarios, éstos se ubicaron en Q553.8 millones, monto inferior en Q147.8 millones (21.1%) respecto al registrado a marzo de 2003; dicha disminución se asocia a que hubo un periodo en 2003 (entre el 1 de enero y el 13 de febrero) en el que se registró un mayor nivel de ingresos por este concepto, debido a que en dicho periodo estuvo vigente una tasa arancelaria de 40% a las gasolineras, en tanto que actualmente ésta se ubica en 0%²².

En lo que se refiere a los gastos totales, a marzo de 2004, estos registraron un monto de Q4,902.5 millones, inferior en Q525.2 millones (9.7%) respecto al ejecutado en igual periodo de 2003.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q3,976.6 millones, mayores en Q87.9 millones (2.3%) a los del mismo periodo del año anterior. Este resultado estuvo determinado, principalmente, por el mayor pago de intereses y comisiones de deuda pública por Q216.6 millones y de gastos de operación por Q63.0 millones, resultado que fue neutralizado, en parte por la reducción de las transferencias corrientes por Q191.7 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q925.9 millones, menores en Q613.1 millones (39.8%) a los de igual periodo de 2003. Dicho resultado fue determinado por los menores gastos tanto de inversión indirecta como de inversión directa, los cuales registraron una caída de Q454.1 millones (34.6%) y de Q159.0 millones (70.6%), respectivamente.

²² Cabe indicar que la tasa arancelaria de 0%, fue aprobada mediante Acuerdo Número 124-2003 del Ministerio de Economía, de fecha 17 de febrero de 2003.



Derivado de lo anterior, el superávit fiscal, como se indicó, se situó en Q53.5 millones, en tanto que el ahorro corriente se ubicó en Q974.5 millones, mayor en Q111.2 millones (12.9%) al registrado en igual periodo del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, el

financiamiento externo neto se situó en Q434.0 millones y el financiamiento interno neto en Q642.4 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q1,029.7 millones y vencimientos por Q387.3 millones. En consecuencia, se registró un aumento de Q1,129.9 millones en la caja fiscal.

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

CONCEPTO	2003	2004	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	4,852.3	4,956.0	103.7	2.1
A. Ingresos	4,755.6	4,951.3	195.7	4.1
1. Ingresos Corrientes	4,752.0	4,951.1	199.1	4.2
a. Tributarios	4,531.0	4,755.3	224.3	5.0
b. No Tributarios	221.0	195.8	-25.2	-11.4
2. Ingresos de Capital	3.6	0.2	-3.4	-94.4
B. Donaciones	96.7	4.7	-92.0	-95.1
II. Total de Gastos	5,427.7	4,902.5	-525.2	-9.7
A. Funcionamiento	3,888.7	3,976.6	87.9	2.3
B. Capital	1,539.0	925.9	-613.1	-39.8
III. Déficit o Superávit Fiscal	-575.4	53.5	628.9	-109.3
A. Financiamiento Interno Neto	459.1	642.4	183.3	39.9
B. Financiamiento Externo Neto	120.5	434.0	313.5	260.2
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-4.2	-1,129.9	-1,125.7	26,802.4

2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a marzo, se situó en Q11,679.1 millones, superior en Q642.5 millones (5.8%) a la observada en diciembre de 2003. Este aumento obedeció, principalmente, a las negociaciones de bonos del gobierno en el mercado interno, realizadas con el sector privado no financiero y el sector bancario. En efecto, dichos

sectores incrementaron sus tenencias de valores en Q783.2 millones y Q34.2 millones, respectivamente. Por el contrario, durante el periodo en mención las tenencias de valores por parte de las entidades oficiales se redujeron en Q175.0 millones. En lo que respecta al sector no residente, el mismo mantuvo su nivel de inversiones en el periodo objeto de análisis.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda interna, al 31 de diciembre de 2003, la participación del sector privado no financiero fue de 39.1% del

total, mientras que a marzo del presente año se ubicó en 43.7% del total. En contraste, el sector bancario, el sector de no residentes y las entidades oficiales disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2003 a marzo de 2004, al pasar de 15.6%, 12.9% y 32.4% a 15.0%, 12.2% y 29.1%, respectivamente.

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a marzo de 2004 el saldo de la deuda pública externa²³ se situó en US\$3,455.9 millones, mayor en US\$59.2 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2003. Dicho aumento es el resultado de desembolsos por US\$104.0 millones; amortizaciones por US\$46.5 millones; y, un aumento de US\$1.7 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\$57.5 millones.

En cuanto a los desembolsos de los préstamos al Gobierno Central en el periodo, los más significativos provinieron del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- por US\$89.4 millones y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$5.4 millones.

D. SECTOR FINANCIERO

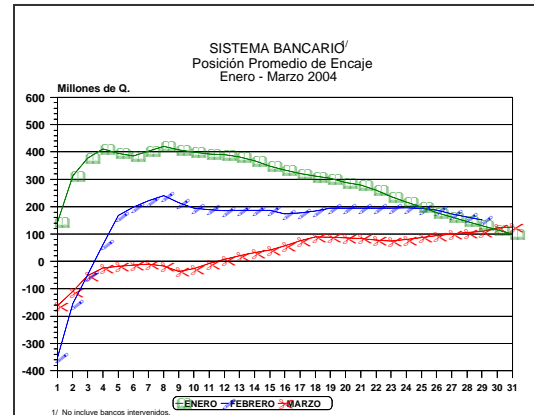
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

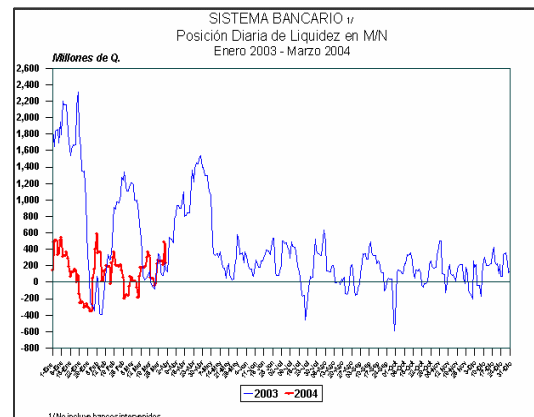
La liquidez bancaria, medida por la sumatoria resultante de los excedentes y deficiencias de encaje, constituye un indicador importante de disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el periodo enero-marzo 2004, la liquidez promedio del sistema bancario mostró, con excepción de pocos días, niveles positivos (en promedio de Q130.2 millones) el cual se considera

normal si se le compara con los observados en años recientes, excepto 2003 cuando se registraron niveles inusualmente elevados en el periodo en referencia.

En particular, cabe indicar que la liquidez promedio a finales de enero, febrero y marzo se situó en Q100.5 millones, Q161.1 millones y Q128.9 millones, respectivamente.



Por su parte, durante el primer trimestre de 2004, la liquidez diaria, en contraste con los inusuales elevados niveles observados para similar periodo del año previo, se situó entre un mínimo de -Q351.0 millones (1 de febrero) y un máximo de Q586.0 millones (5 de febrero).



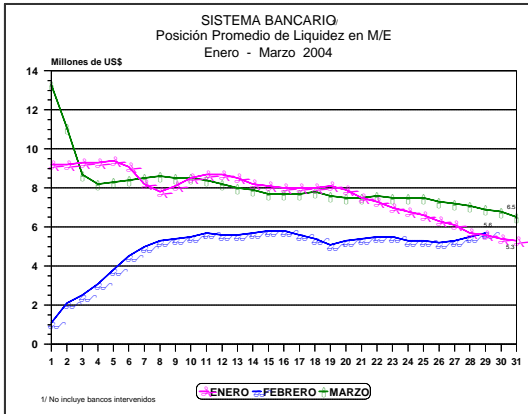
b) En moneda extranjera

Durante el primer trimestre de 2004, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, también medida por la sumatoria resultante de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable, situándose, en enero, febrero y

²³ Excluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 31 de marzo de 2004 se situó en US\$69.0 millones, menor en US\$1.4 millones al saldo registrado en diciembre de 2003.



marzo en US\$5.3 millones, US\$5.6 millones y US\$6.5 millones, respectivamente.

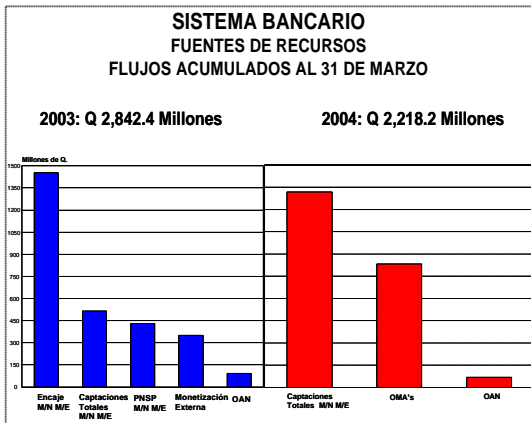


2. Adelantos

Durante el periodo enero-marzo de 2004 no se otorgaron adelantos; sin embargo, se recibieron amortizaciones por Q1.0 millones²⁴ de adelantos para reestructuración financiera que fueron concedidos en 2000, por lo que el saldo de los mismos, al 31 de marzo de 2004, se situó en Q456.7 millones.

3. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

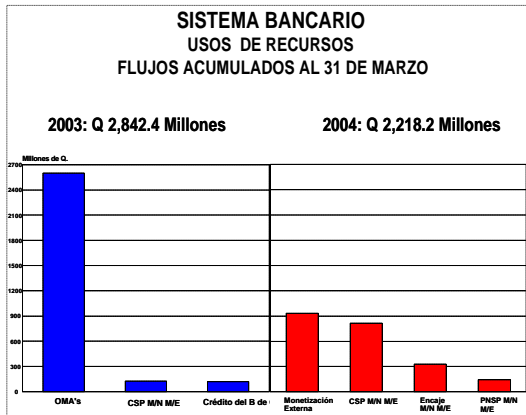
Al 31 de marzo de 2004 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q2,218.2 millones, en tanto que para similar periodo del año anterior éstos ascendieron a Q2,842.4 millones.



Como se puede apreciar en la gráfica, en el primer trimestre de 2004 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas, principalmente, por las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q1,317.3 millones y por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q832.5 millones. Por su parte, en 2003 las principales fuentes de recursos fueron la disminución del encaje bancario en moneda nacional y en moneda extranjera por Q1,453.8 millones, las captaciones totales de depósitos del público por Q515.0 millones, los recursos netos provenientes del Sector Público (depósitos menos inversiones) por Q430.2 millones y la reducción de activos externos netos por Q350.5 millones.

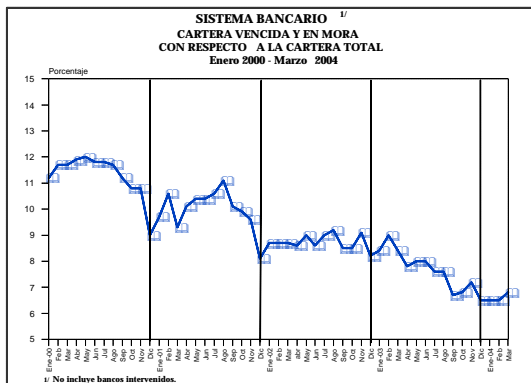
En cuanto al uso de fondos que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q2,218.2 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2004 se destinaron a mejorar su posición externa neta por Q934.3 millones, al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y moneda extranjera por Q814.3 millones y al aumento del encaje bancario en moneda nacional y en moneda extranjera por Q327.9 millones. Por su parte, en 2003 el uso de los recursos por un monto de Q2,842.4 millones fue principalmente para realizar inversiones en CDPs del Banco de Guatemala por Q2,602.2 millones, para otorgar crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q124.0 millones y para amortizar créditos recibidos del Banco de Guatemala en años anteriores para viabilizar programas de reestructuración financiera por Q116.2 millones.

²⁴ Amortizaciones efectuadas por el Banco Empresarial, S.A.



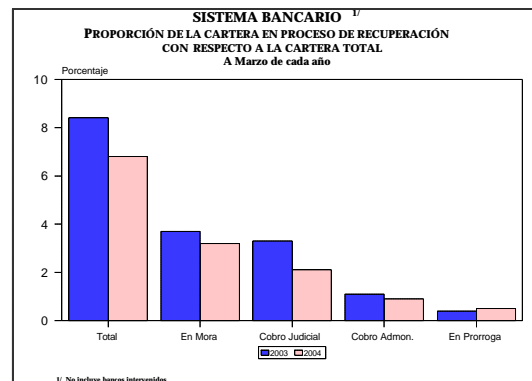
4. Cartera vencida y en mora

La cartera contaminada del sistema bancario (cartera vencida más cartera en mora), excluyendo la cartera de los bancos intervenidos administrativamente, ha mostrado una mejoría. En efecto, al 31 de marzo de 2004 dicha cartera se situó en Q2,144.2 millones, monto que representa el 6.8% del total de la cartera del sistema bancario, inferior en 1.6 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (8.4%). La cartera vencida representa el 3.6% (4.7% a marzo de 2003) y la cartera en mora representa el 3.2% (3.7% a marzo de 2003).



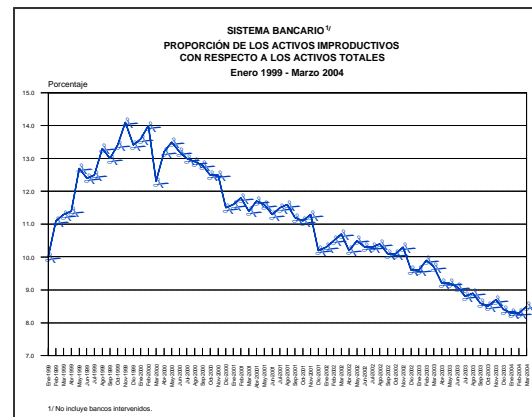
Al evaluar la proporción que representa cada uno de los rubros que integran la cartera en proceso de recuperación con respecto a la cartera total, se observa que, de marzo de 2003 a marzo de 2004, la misma registró una mejoría, con excepción de la cartera en proceso de prórroga. En efecto, la cartera en mora se redujo de 3.7% a 3.2%, la cartera en cobro administrativo disminuyó de 1.1% a 0.9% y la cartera en cobro judicial bajó de 3.3% a

2.1%; por su parte, la cartera en proceso de prórroga registró un leve incremento, al pasar de 0.4% a 0.5%.



5. Activos improductivos

El indicador de activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, continuó su tendencia hacia la baja, situándose en 8.5% en marzo de 2004 (9.7% en marzo de 2003).



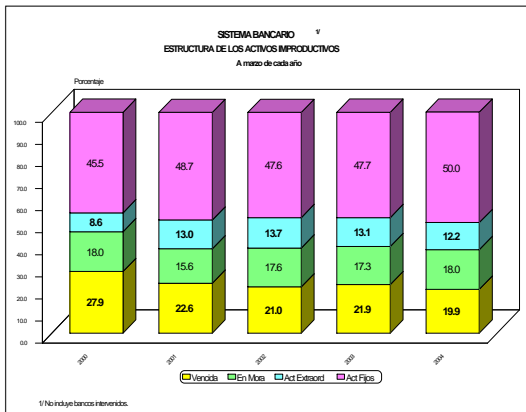
Cabe indicar que, en términos absolutos, desde noviembre de 2000 los activos improductivos han venido mostrando una reducción. En efecto, en la fecha citada dicha variable ascendía a Q6,011.4 millones, en tanto que a marzo de 2004 los mismos se situaron en Q5,668.4 millones, evidenciando una reducción de Q343.0 millones, lo cual se explica por la disminución de Q400.3 millones en la cartera contaminada y Q6.4 millones en los activos extraordinarios,

atenuada por un leve incremento en los activos fijos por Q63.7 millones.

En cuanto a la estructura de los componentes de los activos improductivos, los activos fijos constituyen el rubro que mayor peso relativo tiene respecto al total.

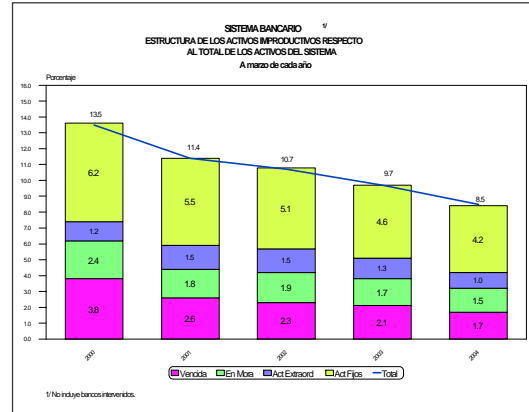
Al respecto, de marzo de 2000 a marzo de 2004 los activos fijos y los activos extraordinarios aumentaron su participación respecto al total de activos improductivos, al pasar de 45.5% a 50.0% y de 8.6% a 12.2%, respectivamente. En contraste, en el mismo periodo, la cartera vencida disminuyó su participación al pasar de 27.9% a 19.9%; en tanto que la cartera en mora, en ambas fechas, permaneció en 18.0%.

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



En términos generales, el proceso de saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero nacional se refleja, entre otros indicadores, en el comportamiento de los activos improductivos del sistema bancario como proporción de sus activos totales, indicador que se ha reducido en 5.0 puntos porcentuales de marzo de 2000 a marzo de 2004, al pasar de 13.5% a 8.5%, respectivamente.

En lo que corresponde a sus componentes, en la gráfica siguiente se observa que durante el mismo periodo todos los rubros de activos improductivos han registrado una tendencia hacia la baja.

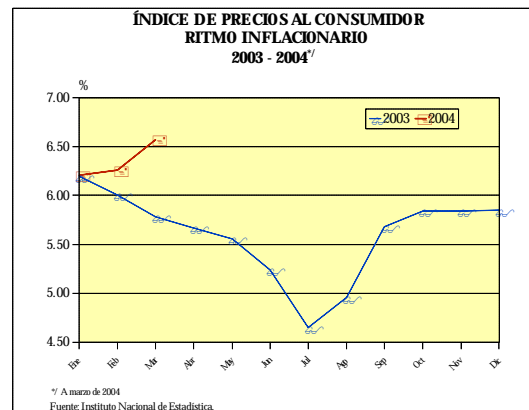


IV. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS

A. META DE INFLACIÓN

1. IPC Total

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC- elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 31 de marzo de 2004, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 6.57%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta establecida en la Política Monetaria Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0% - 6.0%). El referido porcentaje también resulta superior en 0.79 puntos porcentuales al observado en marzo de 2003 (5.78%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a marzo de 2004 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (ponderación 38.75%) con una



variación interanual de 8.66% y que explica el 53.11% de la variación interanual del IPC.

Otras divisiones de gasto que en adición a la mencionada inciden en el comportamiento del ritmo inflacionario son: Vivienda, agua, electricidad, gas y otros;

Transporte y comunicaciones; y, Educación, las que en conjunto, incluyendo Alimentos y bebidas, representan el 75.04% del ritmo inflacionario a marzo 2004.

**INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Marzo 2004**

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	ÍNDICE MARZO 2003	ÍNDICE MARZO 2004	RITMO INFLACIONARIO / 1	PARTICIPACIÓN EN EN EL RITMO INFLACIONARIO / 2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE / 3
ÍNDICE GENERAL	10000	118.50	126.28	6.57	6.57	10000
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	123.15	133.81	8.66	3.49	53.11
2. Vestuario y calzado	7.94	113.90	118.41	3.96	0.30	4.59
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	111.45	117.60	5.52	0.52	7.90
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	114.86	120.34	4.77	0.37	5.59
5. Salud	5.48	117.24	124.26	5.99	0.32	4.94
6. Transporte y comunicaciones	10.92	107.97	113.30	4.94	0.49	7.49
7. Recreación y cultura	6.83	123.26	129.82	5.32	0.38	5.76
8. Educación	5.60	125.07	134.16	7.27	0.43	6.54
9. Bienes y Servicios Diversos	6.52	119.71	124.59	4.08	0.27	4.08

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

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

2/ Incidencia en la variación.

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

En el comportamiento de la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar influyeron, principalmente, los grupos de gasto Pan y cereales, debido al incremento en los precios medios de las tortillas (37.91%) y del pan (27.59%); Comidas preparadas fuera del hogar, cuyo comportamiento fue determinado por el incremento en los precios medios de las golosinas y otras comidas, (5.75%) así como de los almuerzos (5.20%); y, Carnes, como resultado de variaciones en los precios medios de la carne de pescado (17.41%) y la carne de aves (10.80%).

La división de Vivienda, agua, electricidad, gas y otros registró un crecimiento interanual de 5.52%, determinado, fundamentalmente, por el incremento en el precio medio de la energía eléctrica, de los alquileres de vivienda y del servicio de agua potable, cuyas variaciones son de 6.02%, 2.93% y 13.40%, respectivamente.

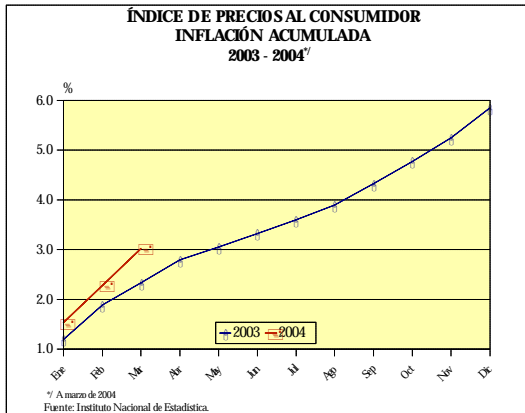
En cuanto a la división de Transporte y comunicaciones, ésta tuvo una variación interanual de 4.94% determinada,

principalmente, por el alza registrada en el precio medio del transporte urbano y en el de otros vehículos (pick ups), con variaciones de 18.72% y 7.11%, en el mismo orden.

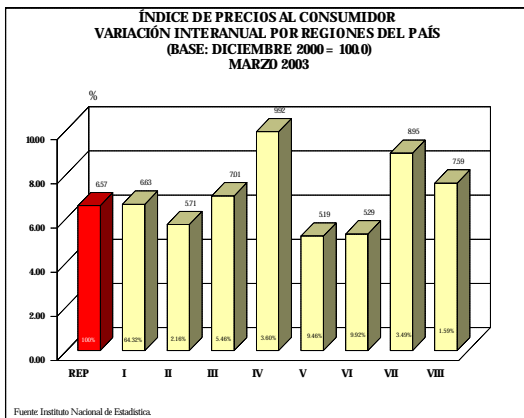
Por su parte, la división de Educación registró una variación de 7.27%, destacando la variación del precio medio de las inscripciones en educación superior y secundaria, con 12.37% y 10.08%, respectivamente.

En resumen, el ritmo inflacionario de marzo de 2004 estuvo determinado, principalmente, por los grupos de gasto Pan y Cereales (32.31%), Comidas preparadas fuera del hogar (7.69%), Carnes (6.25%), Servicios relacionados con la vivienda (5.78%) y Servicios educativos (5.04%), que en conjunto explican el 57.07% de la inflación interanual.

En cuanto a la inflación acumulada a marzo del presente año, a nivel república, ésta alcanzó una variación de 3.02%, superior en 0.69 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (2.33%).



A nivel de regiones²⁵, la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 9.92%; la Región VII (Noroccidente) registró una variación interanual de 8.95%; y, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el total por regiones, presentó un ritmo inflacionario de 6.63%, superior en 0.06 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (6.57%). La región que observó el ritmo inflacionario más bajo fue la Región V (Central), con 5.19%.



2. Inflación subyacente

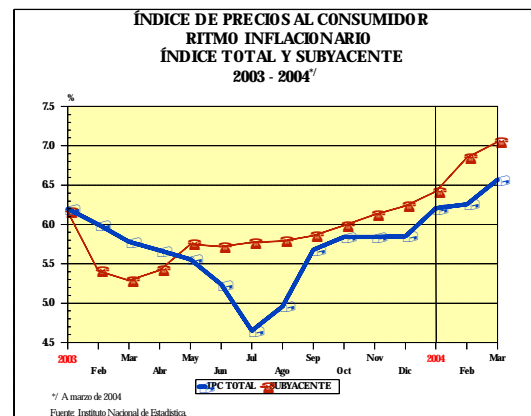
La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su

²⁵ 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 y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Flores y San Benito).

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 2004 una variación interanual de 7.05%, superior en 0.48 puntos porcentuales a la inflación total (6.57%), diferencia explicada, principalmente, por las variaciones negativas registradas en los grupos Hortalizas, legumbres y tubérculos (2.75%) y Gasolinas (0.66%).

Cabe mencionar que la tendencia al alza que venía mostrando la inflación subyacente desde mayo de 2003, se vio acentuada en los primeros tres meses del presente año, como resultado, principalmente, del alza observada en el precio medio del pan y de los productos de tortillería, que en conjunto explican el 29.09% de la inflación subyacente.



B. PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Análisis del programa al primer trimestre de 2004

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de



las principales cuentas del balance del banco central, en el que se estima que la demanda de emisión monetaria crezca alrededor de 9.0% respecto al nivel estimado para finales de 2003, compatible con una tasa estimada de crecimiento del Producto Interno Bruto en términos reales de alrededor de 2.6% y una meta de inflación de entre 4% y 6%.

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

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

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	-553	246	800
US\$	-69	31	100
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-832	-734	98
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	483	-1,708	-2,191
1.1. Gobierno Central	453	-864	-1,317
1.2. Resto sector público	30	-844	-874
2. Posición con bancos y financieras.	276	-362	-638
2.1. Crédito a bancos y financ.	0	-2	-2
2.2. Encaje	276	-360	-636
3. Otros activos netos	283	179	-104
3.1. Gastos y productos	202	203	1
3.2. Activos netos no clasificados	81	-25	-106
4. Operaciones de mercado abierto	0	892	892
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-1,874	265	2,139
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-1,384	-488	896
Memo: OMAs totales	-1,844	63	1,907

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

a) Monetización externa

El programa monetario previó para el primer trimestre de 2004 una disminución en el nivel de Reservas Monetarias Internacionales (RIN) por US\$69.0 millones; sin embargo, al 31 de marzo las RIN exhibieron un aumento de Q246.0 millones (US\$31.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q800.0 millones (US\$100.0 millones) a lo programado para el primer trimestre de 2004. Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por el ingreso de

US\$79.8 millones proveniente del segundo desembolso del préstamo sectorial financiero contratado por el gobierno central con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el cual no estaba programado.

b) Posición con el sector público

En lo relativo al sector público, de enero a marzo del presente año el gobierno central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q864.0 millones, lo que contrasta con la reducción que por Q453.0 millones estaba prevista por el programa monetario.

Cabe indicar que el aumento en los depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala se explica, principalmente, por el efecto derivado de una mayor recaudación de impuestos tributarios y no tributarios por



Q448.9 millones respecto de lo programado, y por el ingreso del segundo desembolso del Préstamo Sectorial Financiero por Q645.0 millones (US\$79.8 millones) contratado con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Por su parte, el resto del sector público observó una desmonetización por un monto de Q844.0 millones, que contrasta con la monetización prevista de Q30.0 millones. Dicho resultado se atribuye al hecho de que tanto el saldo de las inversiones en CDPs de las entidades públicas en el Banco de Guatemala como de sus depósitos se incrementaron en Q829.0 millones y Q15.0 millones, respectivamente.

c) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, durante el primer trimestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q276.0 millones, derivado de la disminución prevista del encaje bancario en el banco central por parte de tales entidades. Sin embargo, el comportamiento observado del referido encaje bancario durante el trimestre fue desmonetizante en Q360.0 millones, en virtud del aumento de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala, asociado al incremento de las captaciones bancarias por Q1,317.2 millones.

d) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar marzo fue monetizante en Q203.0 millones, monto superior en Q1.0 millones respecto de lo programado. Dicho efecto monetizante se asocia, principalmente, al pago de intereses de las operaciones de mercado abierto.

e) Operaciones de mercado abierto

El programa monetario tenía previsto que en el primer trimestre de 2004 se tendrían que realizar operaciones de

mercado abierto (OMAs) por Q1,844.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Sin embargo, al finalizar marzo el saldo de las OMAs registró una disminución de Q63.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2003, lo que generó una desviación en dicha variable por Q1,907.0 millones.

C. VARIABLES INDICATIVAS

En resolución JM-171-2003 del 23 de diciembre de 2003, la Junta Monetaria dispuso, entre otros aspectos, que con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se están logrando las metas, se debe dar seguimiento a nueve variables indicativas, cuyo comportamiento durante el primer trimestre de 2004 se presenta a continuación.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario para 2004, se estima, como se indicó, que la demanda de emisión monetaria crezca al finalizar el año en alrededor de 9% en relación al nivel programado para finales de 2003. Dicha variación es compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 2.6% y con una meta de inflación de entre 4% y 6%. Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla adecuadamente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los posibles cambios que podrían registrarse. En este sentido, al estimar la demanda de emisión monetaria para 2004, un aspecto relevante que se consideró es el hecho de que al finalizar 2003, ésta variable observó importantes desvíos respecto del límite superior del corredor programado.



Extracto del análisis relativo al origen del exceso de emisión monetaria en 2003, contenido en el Dictamen CT-4/2003, Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2003 y Propuesta para 2004, *

“... entre el 8 de mayo y el 30 de noviembre, la emisión observada se desvió por encima del límite superior del corredor programado. Dicho exceso de emisión por el lado de la oferta se explica por dos factores monetizantes. El primero, relativo a que en la mayor parte del periodo se observó un uso de los depósitos que el Gobierno Central tiene en el Banco de Guatemala, por montos superiores a los programados. Este comportamiento se explica por sucesos imprevistos en cuanto a la evolución de las fuentes de financiamiento del déficit del Gobierno Central y no por una expansión del gasto público, el cual, excepto por el observado en octubre, fue consistente con lo programado. En cuanto a las distorsiones observadas en las fuentes de financiamiento cabe indicar, en primer término, que durante todo el año los ingresos tributarios fueron menores a los previstos, en una proporción mayor al ajuste que el Gobierno Central pudo realizar en el gasto público, fenómeno que se constituyó en una fuente de presión sobre el uso de los recursos de caja. El segundo, relacionado con la monetización orgánica originada por la ganancia extraordinaria de Reservas Monetarias Internacionales por un monto de US\$250.0 millones (aproximadamente Q2,007.0 millones), la cual se explica, por una parte, porque los ingresos de divisas fueron mayores a lo programado y, por la otra, porque los egresos de divisas fueron menores a lo estimado²². El tercero, relativo al hecho de que, en el periodo que se analiza, el saldo del encaje bancario fue menor en alrededor de Q609.0 millones con respecto de lo previsto en el programa monetario.

Si bien existen factores de oferta que contribuyen a explicar el desvío de la emisión monetaria, también es dable indicar que dicho desvío pudo haberse asociado a factores de demanda, en especial porque existe la presunción de que en presencia de un año electoral, los agentes económicos pudieron haber demandado más dinero primario por motivos de precaución y transacción asociados a dicho evento. El dilema que entonces se planteó durante el tercer periodo fue el de establecer si el desvío de la emisión monetaria se debió a factores de oferta, en cuyo caso se podía constituir en una fuente importante de presión inflacionaria, o si dicho desvío se debía a factores de demanda, en cuyo caso el mismo no significaba un riesgo para la consecución del objetivo fundamental de la política monetaria, por lo que en este escenario dicha política debía implementarse con suma prudencia a efecto de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas. El dilema descrito hizo necesario que se actuara con cautela, en espera de que después del evento electoral se pudiera establecer la naturaleza del desvío de la emisión monetaria”.

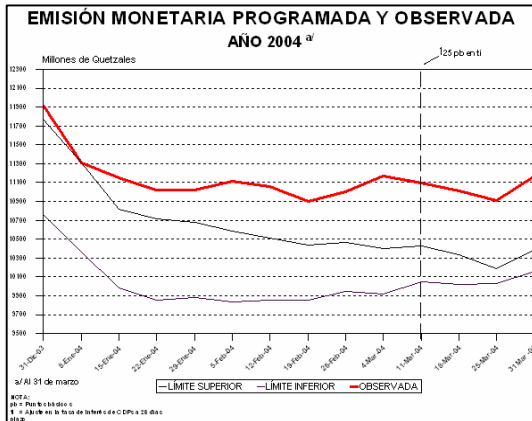
²² Por el lado de los ingresos, destacan los derivados de la revaluación del oro por US\$43.3 millones, ingresos recibidos por el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social por US\$75.3 millones, derivados del vencimiento de inversiones en el exterior y el incremento en las regalías por explotación de petróleo por US\$13.1 millones. Por el lado de los egresos, destacan la reducción en el pago de capital e intereses de Eurobonos el cual fue menor respecto de lo programado en US\$74.4 millones y la reducción en la demanda de pagos con giros, cheques, efectivo y órdenes de pago por US\$24.7 millones.”

* Las cifras contenidas en este extracto fueron las observadas al 30 de noviembre, por lo que no coinciden con las del cierre del año; sin embargo, los aspectos cualitativos siguen siendo válidos.

En el contexto descrito, se previó que el efecto rezagado del excedente de emisión monetaria podría complicar el cumplimiento de la meta de inflación para 2004, por lo que se consideró conveniente que dicho exceso de liquidez primaria fuera corregido de manera gradual, preferentemente en el primer trimestre de 2004, razón por la cual el corredor programado de demanda de emisión monetaria es más amplio para el referido trimestre. Dicho corredor permitiría

dar seguimiento a la absorción gradual del exceso de demanda de emisión monetaria y serviría de base para compatibilizar el comportamiento estimado de dicha variable con la meta de inflación y con el crecimiento estimado de la actividad productiva.

El comportamiento de la emisión monetaria durante el primer trimestre de 2004 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. Dicho excedente de emisión se explica, por el lado de la oferta, principalmente, porque el nivel de las operaciones de mercado abierto totales se situó en Q1,907.0 millones por debajo de lo previsto en el programa monetario, lo cual no pudo ser compensado totalmente por el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, los cuales se ubicaron en Q1,316.0 millones por encima de lo previsto en el programa monetario vigente²⁶.

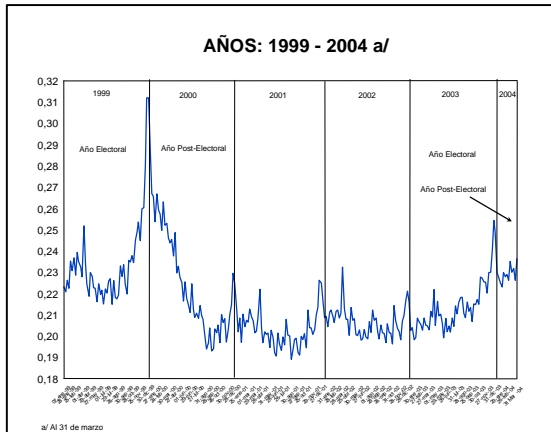
En relación al comportamiento de las operaciones de mercado abierto, cabe indicar que se pueden distinguir dos fases. La primera, que abarca las primeras tres semanas del mes de enero, en la cual su nivel aumentó alrededor de Q866.0 millones, principalmente por la disminución estacional que se da en la demanda de emisión monetaria programada. La segunda fase, que abarca la cuarta semana de enero y los meses de febrero y marzo, en la que el nivel de operaciones de mercado abierto se redujo en alrededor de Q1,464.0 millones. Este comportamiento se asocia, por un lado, a que el Banco Central a fin de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas y dado que en los meses de enero y febrero el ritmo inflacionario aumentó a niveles levemente superiores al rango previsto como meta para

²⁶ Cabe indicar que aun y cuando no se incluyen Q645.0 millones (US\$79.8 millones) provenientes del segundo desembolso del Préstamo Sectorial Financiero II, contratado por el Gobierno Central con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el cual no estaba previsto en el referido programa monetario, el nivel de depósitos del Gobierno Central de todas maneras se ubicaría por encima de lo programado, en un monto de Q671.0 millones.

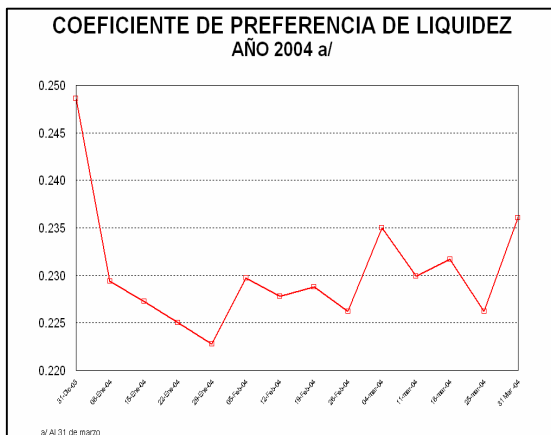
fin de año por la Junta Monetaria, ejecutó dicha política de manera gradual y prudente y, por otro lado, a que en el marco de la coordinación de la política monetaria y fiscal, el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicas acordaron que a partir del 23 de enero, el primero participara colocando Certificados de Depósitos a Plazo (CDPs) a plazos menores de un año, mientras que el referido ministerio lo haría a plazos más largos.

En adición a los factores indicados de oferta, que contribuyeron a explicar el desvío de la emisión monetaria también se presentaron factores por el lado de la demanda. Sobre el particular, un estudio realizado en febrero por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, evidencia que la mayor parte de los excesos de emisión monetaria podrían asociarse a factores de demanda. El estudio, realizado a la luz de la evidencia empírica que proporcionan los más recientes años electorales y post-electorales en Guatemala, indica que los excesos de emisión monetaria asociados a años electorales se absorben de manera gradual en el año post-electoral, en un horizonte que en promedio abarca nueve meses. Este argumento se confirma teóricamente cuando se examina uno de los componentes del multiplicador bancario: el coeficiente de preferencia de liquidez del público (numerario/depósitos bancarios totales). En efecto, al analizar el comportamiento de dicha variable durante el primer trimestre de 2004, se observó que su tendencia ha sido decreciente en forma más acelerada que lo que se observa en años no post-electorales, la cual es consistente con la disminución que exhibió el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria entre enero y marzo²⁷.

²⁷ Cabe indicar que la emisión monetaria observada disminuyó en el primer trimestre de cada uno de los últimos cinco años en la forma siguiente: en 2000, -12.6%; en 2001, -5.0%; en 2002, -1.4%; en 2003, -5.2%; y, en 2004, -6.3%. Por su parte, en lo que corresponde al coeficiente de preferencia de liquidez del público para el primer trimestre de los referidos años, éste se redujo de la manera siguiente: en 2000, 0.070; en 2001, 0.020; en 2002, 0.007; en 2003, 0.021; y, en 2004, 0.028. Como se puede observar, las disminuciones de las variables indicadas en los años post-electorales (2000 y 2004) son más pronunciadas que las registradas en los años no post-electorales (2001, 2002 y 2003). Cabe notar que en 2004, la caída es menos pronunciada que la observada en 2000, la cual puede explicarse, porque los niveles de exceso de emisión monetaria observados a finales de 1999 fueron superiores a los registrados en diciembre de 2003.



Este comportamiento puede explicarse porque a medida que transcurre el año post-electoral, las expectativas de los agentes económicos son más claras en cuanto al desempeño futuro de la actividad económica, aspecto que, a su vez, propicia que éstos realicen una recomposición de sus portafolios, reduciendo su preferencia por mantener saldos en efectivo.



Por último, cabe indicar que para abatir las expectativas inflacionarias observadas en los primeros meses del presente año, y a fin de moderar el crecimiento de la emisión monetaria, el 15 de marzo de 2004 el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala con base en los lineamientos contenidos en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria, acordó efectuar un ajuste moderado en la tasa de interés de veinticinco puntos básicos en los Certificados de Depósito a Plazo a 28 días-plazo (de 4.50% a 4.75%). Dicha medida se adoptó con el fin de enviar un mensaje del

compromiso del Banco Central con la estabilidad macroeconómica, en especial, con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios.

2. Inflación subyacente esperada

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

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

A marzo de 2004 la estimación de la inflación subyacente para finales de año es de 6.37%, superior al rango meta determinado por la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4% - 6%).

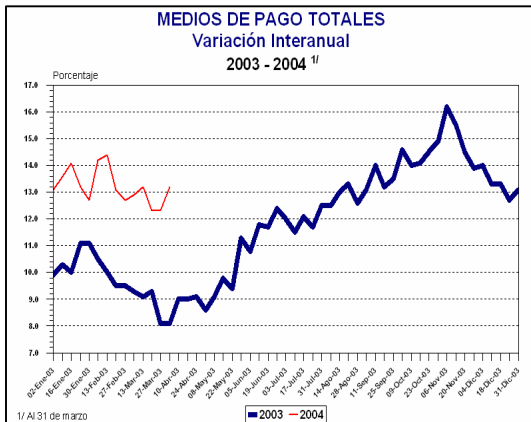
3. Expectativas de inflación del sector privado

Las expectativas de inflación se definen como la creencia pública acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que, para un cierto periodo, se formen los agentes económicos pueden, en algunas circunstancias, influir en forma sustancial (e independiente del comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en ese periodo. En efecto, puede ocurrir que, para un comportamiento dado de los fundamentos de la economía, el hecho de que las expectativas de inflación sean altas cause una disminución de la demanda real de dinero; tal disminución, por su parte, generaría un aumento en el nivel general de precios (y, por ende, una mayor tasa de inflación), para un mismo nivel de oferta monetaria nominal. Si, por el contrario, las expectativas de inflación fueran bajas, ello causaría un aumento de la demanda real de dinero que generaría una menor tasa de inflación, también para un mismo nivel de oferta monetaria nominal.

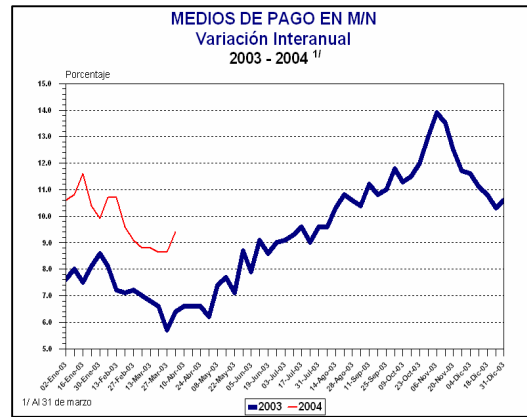
De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación del Sector Privado (EEI)²⁸ se prevé que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 6.56%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 (4.0% - 6.0%).

4. Medios de pago

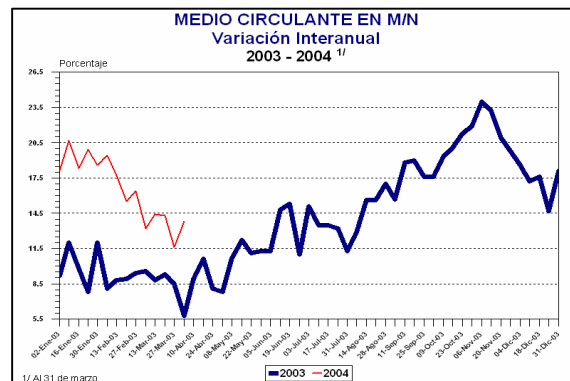
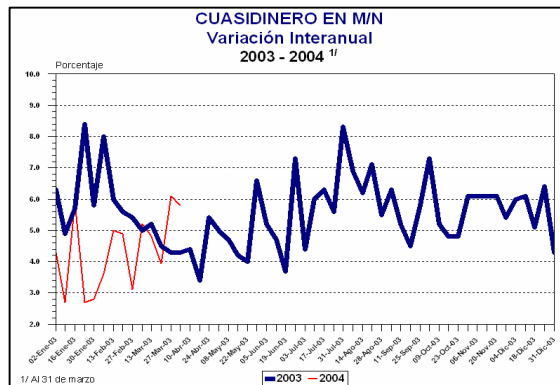
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2 y M3) crecerán entre 9% y 11%, en términos interanuales. Al 31 de marzo, los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) correspondientes a M2 alcanzaron un nivel de Q59,008.4 millones, lo que representa un crecimiento, en términos interanuales, de 13.2%. Dicho porcentaje, es superior al rango previsto en la política monetaria vigente (9% - 11%).



Por su parte, el M2 en moneda nacional registró, al 31 de marzo de 2004, un saldo de Q52,948.1 millones, con un crecimiento interanual de 9.4% (Q4,539.7 millones), superior en 3 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (6.4%).



Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidinero registró una tasa de crecimiento interanual de 5.8% (Q1,550.5 millones) y el medio circulante de 13.8% (Q2,989.2 millones).



²⁸ Encuesta mensual dirigida a expertos nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.

Por su parte, los medios de pago (M2) en moneda extranjera registraron al 31 de marzo un saldo equivalente a Q6,060.3 millones, con un crecimiento interanual de Q2,331.9 millones (62.5%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció Q1,150.4 millones (52.5%) y los depósitos monetarios Q1,181.4 millones (69.8%), ambos en términos interanuales.

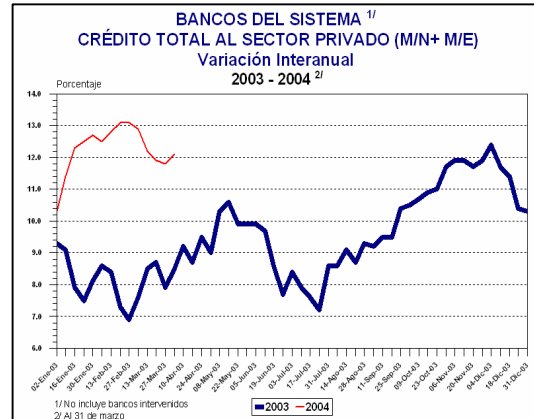
Por último, el agregado M3 en moneda nacional, que comprende M2 en moneda nacional más los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala y los bonos emitidos por las sociedades financieras, ambos en poder del sector privado no bancario, alcanzó al 31 de marzo de 2004 un saldo de Q55,490.8 millones, con un crecimiento interanual de 7.5%. El total del agregado monetario en moneda nacional y en moneda extranjera (M3) fue de Q62,225.3 millones, equivalente a un incremento de Q823.3 millones (1.3%) respecto del nivel observado en diciembre de 2003 y un incremento de Q6,369.3 millones (11.4%) en términos interanuales.

5. Crédito de los bancos al sector privado

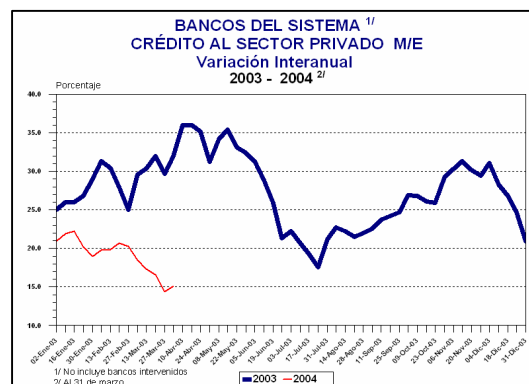
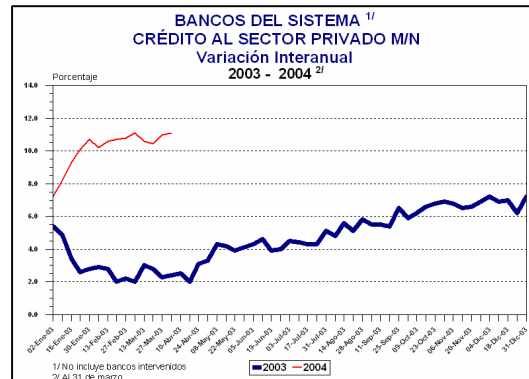
a) Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento interanual de entre 11.5% y 13.5%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 31 de marzo de 2003, el crédito bancario total al sector privado (en moneda nacional y en moneda extranjera) se ubicó en Q34,928.1 millones, registrando una tasa de crecimiento interanual de 12.1% (Q3,764.6 millones), la cual se encuentra dentro de la estimación para finales de 2004.



En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q26,036.6 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 11.1% (Q2,599.3 millones). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q8,891.5 millones, con un crecimiento interanual de 15.1% (Q1,165.3 millones).





b) Cartera crediticia por actividad económica

Según información de la Superintendencia de Bancos, al 31 de marzo de 2004, la cartera crediticia se situó en Q32,884.1 millones, monto superior en Q3,004.0 millones (10.1%) al que registró en

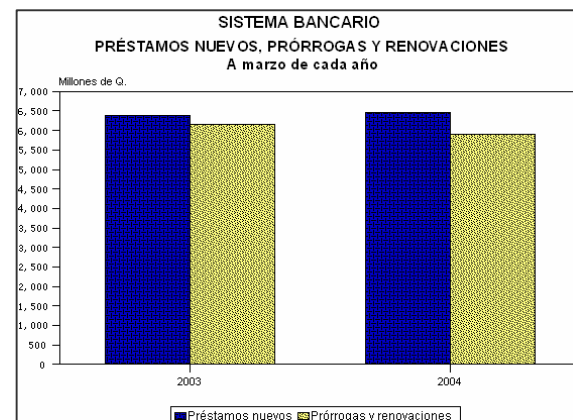
similar fecha del año anterior. Cabe indicar que la mayor parte de dicha cartera se concentra en el *consumo y transferencias; en el comercio; en la industria; y, en la agricultura*. En lo que corresponde de enero a marzo de 2004, se observa un incremento de Q552.6 millones, cuyas variaciones se presentan en el cuadro siguiente:

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
DICIEMBRE 2003 - MARZO 2004
- Millones de quetzales y porcentajes -

DESTINO	DICIEMBRE 2003 (A)	MARZO 2004 (B)	VARIACIONES		ESTRUCTURA (%)	
			Absoluta	Relativa (%)	2003	2004
			B-A	B/A		
Total	32,331.5	32,884.1	552.6	1.7	100.0	100.0
Consumo y transferencias	13,231.9	13,825.6	593.7	4.5	40.9	42.0
Construcción	2,051.7	2,295.8	244.1	11.9	6.3	7.0
Electricidad, gas y agua	457.2	548.9	91.7	20.0	1.4	1.7
Agricultura, ganadería silvicultura, caza y pesca	3,111.7	3,193.3	81.6	2.6	9.6	9.7
Servicios comunales, sociales y personales	991.0	1,013.0	22.0	2.2	3.1	3.1
Transporte y almacenamiento	226.9	234.9	8.0	3.5	0.7	0.7
Explotación minas y canteras	14.1	12.4	-1.7	-12.1	0.0	0.0
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	1,322.3	1,185.8	-136.5	-10.3	4.1	3.6
Comercio	7,418.3	7,281.2	-137.1	-1.8	22.9	22.1
Industria manufacturera	3,506.3	3,293.2	-213.1	-6.1	10.8	10.0

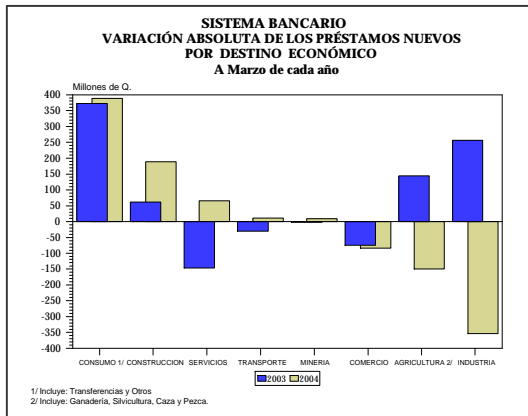
c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 31 de marzo de 2004 el monto de préstamos nuevos, incluyendo prórrogas y renovaciones, fue de Q6,458.4 millones, superior en Q77.0 millones (1.2%) al registrado en igual periodo del año anterior. Cabe indicar que el total de préstamos nuevos otorgados en el periodo en referencia se concentra en los créditos prorrogados y renovados (91.4%).



El referido incremento se explica, por una parte, por el aumento de los préstamos nuevos canalizados al *consumo y transferencias* por Q389.2 millones; a la *construcción* por Q188.7 millones; a los *servicios* por Q66.2 millones; y, a otros destinos por Q19.5 millones; y, por la otra, por la reducción que registró la *industria* por

Q353.9 millones; la *agricultura* por Q149.5 millones; y, el comercio por Q83.1 millones.



6. Tasas de interés

a) De operaciones de mercado abierto

Durante el periodo comprendido de enero a marzo de 2004, las tasas de interés de operaciones de mercado abierto en el mecanismo de licitación mostraron un comportamiento estable. Lo anterior se observa en el cuadro siguiente:

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

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO
91	4.89	4.90	
154			5.25
336	5.93		
364		6.00	6.00
490	6.66		
700	7.65		

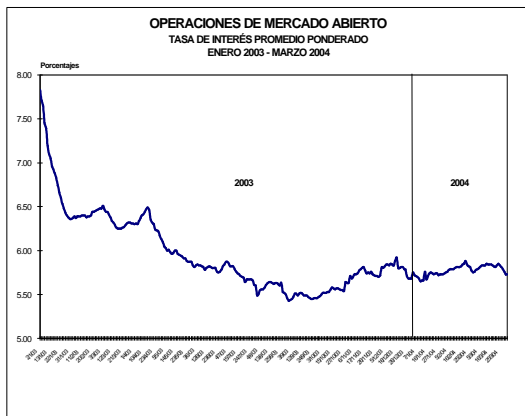
Por su parte, en las operaciones de mercado abierto de corto plazo las tasas de 7 y 14 días se mantuvieron estables, en tanto que la tasa al plazo de 28 días registró un alza de 25 puntos básicos el 15 de marzo, derivado de la decisión del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala orientada a neutralizar liquidez primaria en la economía.



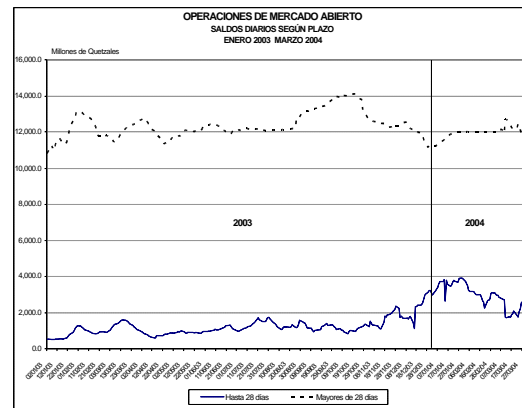
**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
MECANISMO DE MESA ELECTRÓNICA BANCARIA DE DINERO Y EN LAS BOLSAS DE VALORES
DE ENERO A MARZO DE 2004
- En porcentajes-**

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO
7	2.55	2.55	2.55
14	2.61	2.61	2.61
28	4.50	4.50	4.72

En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de operaciones de mercado abierto, durante el periodo de enero a marzo de 2004 tuvo un comportamiento estable y levemente al alza, al pasar de 5.65% a 5.88%.



Al analizar las operaciones de mercado abierto por plazo de colocación, éstas pueden dividirse a corto plazo (hasta 28 días) y a largo plazo (mayores de 28 días). Al 31 de marzo de 2004 el saldo vigente de estas operaciones se situó en Q14,450.3 millones. Como se puede observar en la gráfica siguiente, a lo largo del periodo analizado dichas operaciones se constituyeron mayoritariamente a largo plazo, al representar 78.9% del total del saldo referido.



Adicionalmente, cabe indicar que durante el primer trimestre de 2004, las colocaciones netas a corto plazo disminuyeron Q170.1 millones, en tanto que las colocaciones netas a largo plazo aumentaron Q123.8 millones.

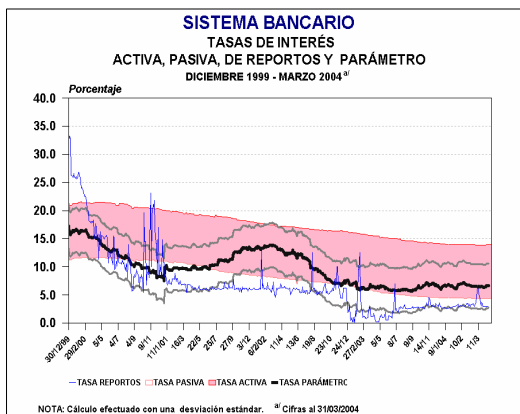
b) Tasa parámetro

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

Al 31 de marzo, la tasa parámetro se ubicó en 6.63% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 10.58% y 2.68%, respectivamente. Cabe indicar que dados los volúmenes positivos de liquidez observados en el sistema bancario durante el trimestre, la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días

se ha mantenido alrededor del límite inferior de la banda de la tasa parámetro. En particular, al 31 de marzo dicha tasa se situó en 3.00%, ligeramente por encima del límite inferior de la referida banda.

Si se compara dicha tasa de reportos con las tasas activa y pasiva, promedio ponderado del sistema bancario, se observa que la misma se ha mantenido durante la mayor parte del periodo por debajo incluso de la tasa pasiva y con un comportamiento estable, lo que indicaría que el mercado de dinero, en el periodo analizado, estuvo líquido.



c) Competitividad externa de la tasa de interés doméstica

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

La “condición de paridad descubierta de la tasa de interés” es una condición de no-arbitraje en el mercado financiero que se cumple cuando la tasa de interés doméstica en moneda nacional es igual a la correspondiente tasa de paridad y, por lo tanto, los rendimientos de un activo financiero en moneda nacional son iguales a los que se obtendrían con un sustituto en moneda extranjera (haciendo abstracción de los costos de transacción).²⁹ En tal caso, a un agente económico le sería indiferente realizar

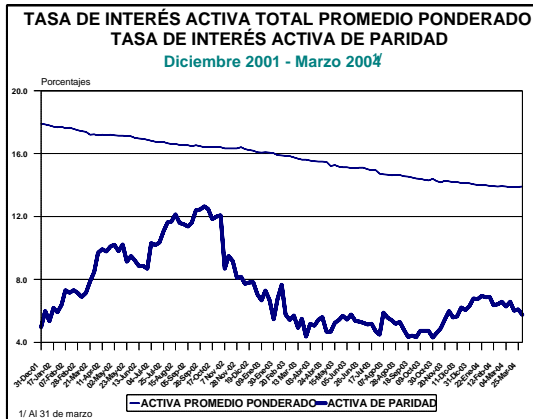
operaciones en moneda nacional o en moneda extranjera. Por el contrario, cuando existe una brecha positiva entre la tasa de interés doméstica en moneda nacional con respecto a la tasa de interés de paridad correspondiente, los agentes económicos se ven estimulados a ingresar capitales al país; en cambio, cuando esa brecha es negativa, ello puede propiciar una salida de capitales.

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

Durante el periodo de enero a marzo de 2004, se observó que la tasa de interés activa doméstica fue superior a la tasa de interés activa de paridad, lo cual es un indicador de que el crédito en el exterior resultó más barato que el crédito interno. En teoría, esta diferencia fomentaría la contratación de créditos externos y, por ende, el ingreso de capitales. Cabe indicar que al 31 de marzo, la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 13.91%, en tanto que la tasa activa de paridad fue de 5.75%.

Por su parte, durante el periodo enero a marzo, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica) fue superior a la tasa pasiva de paridad. Al 31 de marzo la tasa para depósitos a plazo alcanzó 6.67%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 5.63%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que durante el primer trimestre de 2004 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

²⁹ Cabe indicar que el cálculo de la tasa de paridad tanto activa como pasiva, si bien aún posee limitaciones de naturaleza estadística, asociadas a la falta de información sobre costos de transacción e instrumentos financieros que puedan sustituirse perfectamente en el mercado, representa un avance en cuanto a la medición de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.

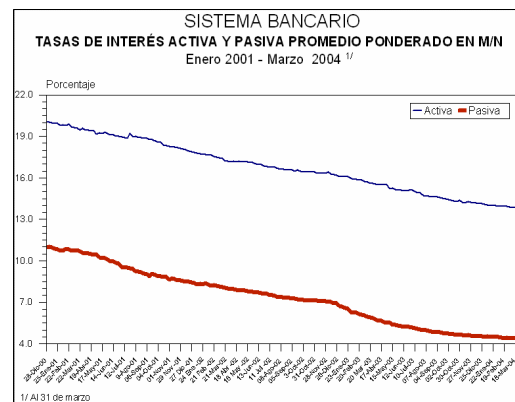


d) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario

i) En moneda nacional

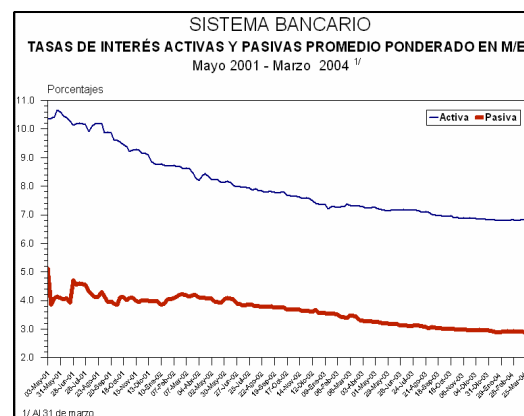
De enero a marzo del presente año las tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, han mostrado un comportamiento estable y con tendencia hacia la baja. En efecto, a finales de 2003 la tasa de interés activa se situó en 14.11%, en tanto que al 31 de marzo la misma se redujo en 0.20 puntos porcentuales, hasta alcanzar 13.91%. Cabe indicar que este es el nivel más bajo que la tasa activa registra desde 1989 cuando se liberaron las tasas de interés. Por su parte, la tasa de interés pasiva³⁰ se situó en 4.40%, registrando una reducción de 0.12 puntos porcentuales con relación a la registrada a finales de diciembre de 2003 (4.52%).

³⁰ Definida por la ponderación de la tasa de interés para los depósitos de ahorro más la tasa de interés para depósitos a plazo y los bonos bancarios.



ii) En moneda extranjera

La tasa de interés activa promedio ponderado ha mostrado una leve disminución, al pasar de 6.81% en diciembre de 2003 a 6.80% al 31 de marzo de 2004. Por su parte, la tasa de interés pasiva total promedio ponderado también ha exhibido una leve disminución, alcanzando 2.90% al 31 de marzo de 2004, la cual es inferior en 0.05 puntos porcentuales con respecto a la registrada en diciembre del año anterior (2.95%).

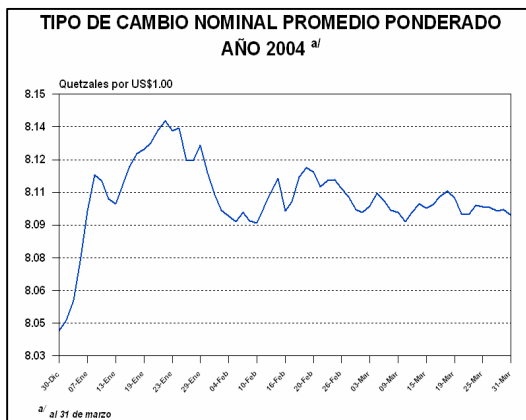


6. Tipo de cambio nominal

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2004 determina que el régimen cambiario vigente es flexible, por lo que el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. En ese sentido, el Banco de Guatemala, de conformidad con dicha política, únicamente puede participar

en el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad en el tipo de cambio, así como con el de adquirir las divisas que requiera el propio banco, el gobierno central y las otras entidades del sector público, para cumplir con sus compromisos externos.

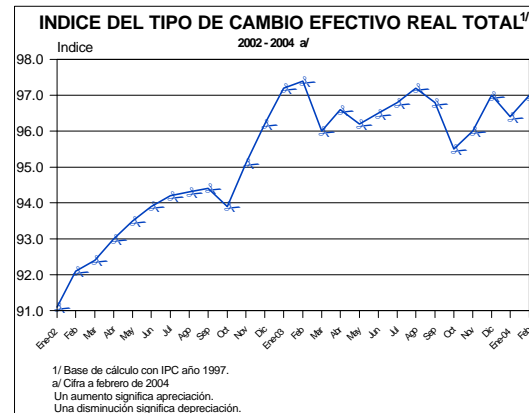
En el primer trimestre de 2004, el tipo de cambio registró una leve depreciación de Q0.05 (0.62%) al pasar de Q8.04 por US\$1.00 el 30 de diciembre de 2003 a Q8.09 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2004, comportamiento que se atribuye, principalmente a la estacionalidad de la referida variable.



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

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

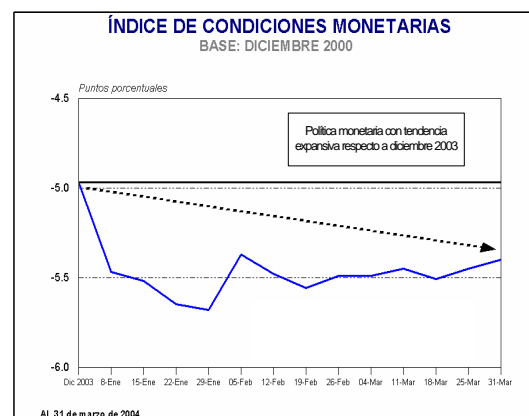
A febrero de 2004, el ITCER experimentó una depreciación en términos interanuales de 0.5%, a diferencia de la apreciación interanual de 5.8% observada en el mismo periodo del año anterior. Dicho comportamiento se explica principalmente, por una parte, por el hecho de que dos de los principales socios comerciales que conforman la canasta de países con la cual se calcula el ITCER (Costa Rica y Honduras) tuvieron depreciaciones de su moneda con respecto al dólar de los Estados Unidos de América menores que la de Guatemala y, por otra, que el crecimiento de los precios observado en Costa Rica fue mayor que el registrado en Guatemala.



8. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

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

Al observar el comportamiento del ICM de diciembre de 2003 al 31 de marzo de 2004, destaca que la depreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por un aumento en la tasa de interés, dejando implícito que la política monetaria fue laxa a lo largo del periodo de análisis, lo cual indica que, al considerar únicamente el referido indicador, hay espacio para restringir dicha política.





V. PROGRAMA MONETARIO

A. ACUERDO *STAND-BY* CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Acuerdo *Stand-By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional -FMI-, que cobró vigencia el 18 de junio de 2003, se constituyó en un respaldo a la calidad y coherencia de la política económica del país, especialmente en el ámbito monetario y fiscal. La evaluación que el referido organismo internacional ha realizado constantemente al programa

macroeconómico, relativo al cumplimiento de las metas trimestrales que el gobierno planteó en las áreas fiscal, monetaria, financiera, externa y de reforma estructural, se considera como uno de los factores que ha contribuido a transmitir un mensaje de compromiso del país con el objetivo de estabilidad macroeconómica. En ese sentido, cabe indicar que al cuarto trimestre de 2003, al igual que lo sucedido en el segundo y tercer trimestres, se cumplieron las metas monetarias programadas en el referido acuerdo, como se aprecia en el cuadro siguiente.

METAS MONETARIAS DEL ACUERDO *STAND-BY* CON EL FMI EN 2003

	PRIMER TRIMESTRE (indicativas)			SEGUNDO TRIMESTRE			TERCER TRIMESTRE			CUARTO TRIMESTRE		
	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia
RIN (En millones de US\$)	2,247	2,336	90	2,330	2,451	121	2,640	2,867	227	2,528	2,799	271
AIN (En millones de Q.)	-8,430	-9,212	-782	-9,475	-9,844	-369	-12,180	-12,889	-709	-9,346	-10,466	-1,120
Depósitos del Gobierno Central (En millones de Q.)	-3,884	-4,994	-1,110	-5,851	-6,303	-452	-7,976	-8,087	-111	-7,002	-5,885	1,118

Cabe indicar que la vigencia del referido acuerdo con el Fondo Monetario Internacional finalizó el 15 de marzo de 2004. Al respecto, es pertinente mencionar que si bien el acuerdo culminó en la fecha indicada, las metas cuantitativas previstas en el mismo finalizaron en diciembre de 2003.

B. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO

La revisión del programa monetario conlleva a realizar algunos ajustes, derivado del ingreso, en el primer trimestre, del segundo desembolso del préstamo sectorial financiero del BID, de la revisión del flujo de divisas del sector público para el segundo, tercero y cuarto trimestres, y de una reestimación de la demanda de emisión para 2004.

En ese contexto, por el lado de la oferta de emisión monetaria se efectuó un ajuste en las reservas monetarias internacionales, tomando en cuenta, por un lado, los ingresos y los egresos de divisas observados durante el primer trimestre y, por el otro, una reducción de los ingresos de divisas del gobierno central con respecto a

los programados originalmente, la cual se debe a que los Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América que vencerán durante el resto año no serán recolocados en dicha moneda. En cuanto a la estimación de la demanda de emisión monetaria, la misma fue modificada para hacerla consistente con los resultados de un análisis econométrico realizado por los cuerpos técnicos del Banco Central, que indica que en un año postelectoral los excesos de emisión monetaria que se generan en los años electorales son absorbidos gradualmente en un periodo de nueve meses.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta el programa monetario revisado, en el que se observa que al finalizar 2004 las RIN disminuirían US\$360.0 millones, en tanto que los AIN del Banco de Guatemala aumentarían en Q3,479.0 millones. Cabe indicar que lo anterior es compatible con una tasa de crecimiento de 2.6% del producto interno bruto, en términos reales, y con la meta de inflación prevista de entre 4% y 6%. Adicionalmente, el programa monetario que se presenta también considera un déficit



fiscal no mayor del 2.0% del producto interno bruto, el cual es consistente con los

esfuerzos de consolidación de la estabilidad macroeconómica.

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

CONCEPTO	I Observado	II	III	IV	TOTAL 2004
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	246	-1529	-705	-892	-2880
US\$	31	-191	-88	-112	-360
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-999	967	495	3017	3479
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1708	1888	83	-778	-515
1.1. Gobierno Central	-864	975	-96	-958	-942
1.2. Resto sector público	-844	912	179	180	427
2. Posición con bancos y financieras.	-362	394	-91	-130	-189
2.1. Crédito a bancos y financ.	-2	0	0	0	-2
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-360	394	-91	-130	-188
3. Otros activos netos	179	440	468	284	1370
3.1. Gastos y productos	203	244	392	188	1027
3.2. Activos netos no clasificados	-25	196	77	96	343
4. Operaciones de mercado abierto	892	0	0	0	892
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	0	-1756	35	3642	1920
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-754	-562	-210	2125	599

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el segundo trimestre del año las RIN se reducirían en US\$191.0 millones, como consecuencia, principalmente, de que durante este trimestre se tienen contemplados pagos de capital de Bonos del Tesoro en Dólares de los Estados Unidos de América por US\$85.0 millones. Compatible con la desmonetización de origen externo, los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala aumentarían por Q967.0 millones, debido, principalmente, al uso de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala para atender compromisos relacionados con el pago del servicio de la deuda pública externa.

En el tercer y cuarto trimestres, las RIN disminuirían US\$88.0 millones y US\$112.0 millones, respectivamente, debido a egresos previstos para cubrir el servicio de la deuda pública externa, principalmente por el pago de intereses de los bonos colocados en el mercado financiero internacional. En cuanto a los AIN, éstos continuarían aumentando; sin embargo, cabe indicar que los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala se constituirán en una fuente de desmonetización, dado que se

estima que éstos aumentarían durante el tercer y cuarto trimestre, como resultado de mayores ingresos tributarios.

Consistente con la demanda de emisión monetaria y el comportamiento de las RIN, durante el segundo trimestre sería necesario esterilizar liquidez por alrededor de Q1,750.0 millones, mientras que durante el tercer trimestre prácticamente no habría que esterilizar liquidez primaria. Cabe indicar que durante el cuarto trimestre, debido a la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, habría que inyectar liquidez por alrededor de Q3,600.0 millones, por lo que en ese trimestre el saldo de las operaciones de mercado abierto estaría disminuyendo. Derivado de lo anterior, al finalizar 2004 se espera que el saldo de OMA's disminuya en alrededor de Q2,800.0 millones, siempre y cuando se mantenga el apoyo de la política fiscal a la política monetaria previsto en el programa monetario.

Finalmente, cabe indicar que una vez se cuente con las nuevas proyecciones fiscales, derivadas de la adopción de las medidas que próximamente se consideren para cerrar la brecha fiscal, se tendría que revisar de nuevo el programa monetario.



Atentamente,

Oscar R. Monterroso S.
Director
Depto. Estudios Económicos

Macrino Blanco Pinto
Director
Depto. Estadísticas Económicas

Juan Carlos Castañeda
Director
Depto. Investigaciones Económicas

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

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

Edgar Lemus R.
Director
Depto. Cambios e Internacional

Beatriz Ordóñez de Leal
Asesora III
Asesoría Jurídica

Carlos Rafael García
Gerente Financiero

F. Estuardo García A.
Secretario

José Alfredo Blanco Valdés
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 27 de abril de 2004.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1 PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES

De acuerdo con lo indicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI)³¹, se espera que en 2004 el producto global crezca a una tasa de 4.6%, mayor que la estimada inicialmente, dado el fortalecimiento y la ampliación de la recuperación mundial en marcha de forma más rápida de lo proyectado.

En términos generales, se espera un repunte económico en las diversas regiones del mundo, tal y como se comenta a continuación:

En el área del euro la recuperación se fundamenta en la demanda externa, con las exportaciones siendo impulsadas por la reactivación del comercio global, pese a un euro más fuerte. Esto ha permitido proyectar para 2004 un crecimiento de 1.7%, tasa superior a la del año anterior (0.4%). No obstante, el panorama aún no es del todo positivo, dado que existe incertidumbre respecto a la solidez de dicha reactivación, tomando en cuenta que la recuperación de la inversión fija se ve amenazada por las incertidumbres relacionadas con la apreciación del tipo de cambio y su correspondiente efecto en los balances de las empresas.

En Japón el crecimiento del PIB ha continuado superando las expectativas, siendo su principal soporte la demanda externa (en especial la proveniente de China), así como el crecimiento de la inversión y del consumo. Para 2004, el crecimiento del PIB podría ubicarse en 3.4%, superando el alcanzado el año anterior (2.7%), siendo esta tasa la más alta registrada desde 1996. Sin embargo, persisten como elementos de riesgo la deflación y las debilidades del sistema bancario y corporativo.

El crecimiento del producto en las economías emergentes de Asia ha sido especialmente robusto, esperándose que alcance 7.2% en 2004, el nivel más alto desde la crisis de 1997/98. Con una rápida expansión en el comercio, el crecimiento del PIB, así como los superávits en cuenta corriente de este continente podrían ser mayores a los proyectados. No obstante,

existe la posibilidad de que el crecimiento del crédito pueda exacerbar los desequilibrios financieros en los países que han experimentado alzas cíclicas más fuertes.

Para las economías en desarrollo de África existe la expectativa de un marcado fortalecimiento en el crecimiento de la actividad económica, reflejando la combinación de una mejoría en las variables macroeconómicas fundamentales, precios más altos de los productos de exportación, mayor estabilidad política y mejores condiciones climatológicas, así como una creciente producción de petróleo y gas natural en varios países de la región.

En los países del Medio Oriente se espera que durante este año el crecimiento se desacelere a 4.1% (5.4% en 2003), debido principalmente a un crecimiento más lento en la producción petrolera. En el mediano plazo, las perspectivas de los precios del petróleo continuarán desempeñando un papel clave, estando fuertemente supeditadas al esperado restablecimiento de los importantes flujos de la producción iraquí.

En América Latina y el Caribe, de acuerdo con el FMI, se espera una tasa de crecimiento del producto de 3.9%, por encima de la registrada en 2003 (1.7%), comportamiento sustentado en el fortalecimiento de la demanda doméstica y la recuperación de la economía mundial. Dado que un número importante de países de la región confrontan requerimientos de financiamiento externo sustanciales, un riesgo para la región lo constituye la eventual alza en las tasas de interés internacionales, así como el riesgo de que algunos países pierdan la disciplina en el manejo macroeconómico. En Argentina, se espera un crecimiento favorable de la economía, aunque a una tasa inferior a la alcanzada el año previo, lo cual dependerá de los resultados de la implementación de la política económica, principalmente en lo que se refiere a la disciplina fiscal, a la reestructuración de la deuda soberana y al fortalecimiento del sistema financiero. En Brasil, sólidas políticas macroeconómicas y el avance en las reformas estructurales contribuyeron a mejorar la confianza, por lo que se espera una expansión económica basada en la respuesta de la demanda

³¹ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2004.



doméstica a tasas de interés más bajas. La economía de Chile ha continuado con un buen desempeño y se espera que su crecimiento económico se acelere, impulsado tanto por una mayor inversión en infraestructura y en la industria de recursos naturales como por la reducción de la inflación. En el caso de México también se espera una aceleración en su crecimiento económico, como consecuencia del fuerte crecimiento industrial en Estados Unidos de América y al apoyo que se le ha dado al consumo y al gasto de inversión mediante bajas tasas de interés domésticas. En Venezuela, pese a que se anticipa una recuperación en su crecimiento para este año, la misma depende en gran medida de una solución ordenada de los eventos políticos y de la recuperación de la confianza del consumidor y de los empresarios. El agudo debilitamiento de su posición fiscal ha aumentado su vulnerabilidad tanto a una caída en los precios del petróleo como al deterioro de las condiciones financieras externas.

En cuanto a los países de Europa Central y del Este que son candidatos a formar parte de la Unión Europea, se espera que logren superar el desempeño mostrado en 2003, si bien de forma moderada. Este desempeño se verá restringido por la evolución relativamente débil de los países del área del euro, así como por la necesidad de una consolidación fiscal en muchos países. Se espera que el crecimiento del PIB para 2004 alcance una tasa idéntica a la del año anterior (4.5%).

Por su parte, se espera que el crecimiento del PIB en la Comunidad de Estados Independientes se desacelere en este año, al ubicarse en 6.0% (7.6% en 2003). No obstante dicho crecimiento, el mismo supera las expectativas iniciales y se mantiene relativamente fuerte para los estándares históricos.

Para el conjunto de los países en desarrollo³² las expectativas de crecimiento económico para 2004 se sitúan en 6.0%, cifra

levemente inferior al resultado del año previo (6.1%).

³² De acuerdo con el cuadro 1.1 del WEO de Abril de 2004, este grupo de países (*Other emerging market and developing countries*) incluye los siguientes subgrupos: países de África, países de Europa Central y del Este, países de la Comunidad de Estados Independientes, países en desarrollo de Asia, países del Medio Oriente y países del Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe).



ANEXO 2

COYUNTURA ECONÓMICA MUNDIAL

A. Sobre el crecimiento económico

Las mejores perspectivas del crecimiento económico mundial se fundamentan en que la economía de los Estados Unidos de América se está reactivando a un ritmo mayor al previsto en diciembre de 2003. Esto se ha convertido en un factor positivo que podría coadyuvar a mejorar el desempeño económico en los países que, además, realicen esfuerzos domésticos que les permitan potenciar su crecimiento. Sin embargo, en el mediano y largo plazos el impulso que para cada país genera la economía estadounidense podría ser amortiguado por la competencia generada por el vigoroso comportamiento de la economía de China, la cual, por su tamaño y sus recientes esfuerzos de aumento de la productividad, está imponiendo un reto a todas las economías, especialmente a las de países emergentes.

REPÚBLICA POPULAR CHINA IMPACTO DEL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA DE CHINA Y DE SU INTEGRACIÓN A LA ECONOMÍA MUNDIAL

Luego de un largo periodo de aislamiento, la participación de China en la economía mundial se ha incrementado rápidamente. El Producto Interno Bruto ha crecido a tasas promedio anual del 9% en el periodo 1990-2003, mientras que su participación en el comercio mundial ha pasado de 1% a casi 6%, fortaleciendo a las economías cercanas y propiciando el incremento de los precios de las mercancías (commodities). El crecimiento sostenido de sus importaciones evidencia el papel de China como centro de reprocesamiento regional orientado a la reexportación y pone en perspectiva que, en el futuro, podría superar a Japón como motor de crecimiento en la región.

En términos generales, el surgimiento de China en la economía mundial, tiene un efecto positivo; sin embargo, dicho efecto puede variar considerablemente entre países, sectores industriales y grupos socioeconómicos. Por ejemplo, las exportaciones hacia China de bienes con alto componente tecnológico y trabajo calificado tienen alta probabilidad de seguir incrementándose, mientras que, las exportaciones de países en desarrollo que compiten con la de china pueden verse mermadas, particularmente en los mercados de manufacturas intensivas en trabajo no calificado.

Efectos del surgimiento de China en la economía mundial:

- El incremento de la oferta china de manufacturas intensivas en trabajo no calificado reducirá el precio relativo de éstas en el mercado mundial, beneficiando a países importadores netos de estos bienes. Asimismo, al incrementarse la demanda interna china, algunos países exportadores podrían beneficiarse ante mejores precios en bienes intensivos en capital y trabajo calificado.
- Algunos países sufrirían pérdidas en términos de intercambio, en particular los países abundantes en trabajo no calificado y que compiten con China en los mercados de exportación; ya que verán reducciones en su porción de mercado y en el nivel de precios de sus manufacturas de exportación.
- Dada la abundancia en China de trabajo no calificado, su crecimiento económico podría incrementar, a nivel mundial, los retornos para el capital y para el trabajo calificado y disminuir los retornos relativos al trabajo no calificado, consecuentemente, algunos países podrían ser muy vulnerables a ese fenómeno.

En el contexto descrito, cada país podría maximizar sus ganancias ante el crecimiento de la actividad productiva en China y minimizar los costos asociados. Entre las acciones principales se tiene que incrementando la flexibilidad de la economía por medio de reformas estructurales, aumentaría la eficiencia en la asignación de los recursos, lo que permitiría el mejor aprovechamiento de sus ventajas comparativas.

- Las economías avanzadas deben orientarse hacia actividades más intensivas en capital y trabajo calificado.
- Los países de mediano ingreso con fuerza laboral relativamente educada y alta flexibilidad sectorial, al combinar éstas con esfuerzos para incrementar el capital humano por medio de educación y capacitación, lograrán factores que les ayudarán a capitalizar las oportunidades que surgirán de una economía global más grande y dinámica.

Los países con amplia oferta de trabajo no calificado podrían beneficiarse de una economía global que crece más rápido y ofrece oportunidades productivas de empleo para sus recursos. Para capitalizar tales oportunidades, estos países deberían, por un lado, facilitar la absorción de los trabajadores menos calificados y, por otro, crear esquemas de inversión en capital humano sostenibles.

Fuente: World Economic Outlook, International Monetary Fund, April 2004.



B. Sobre las condiciones financieras

La coyuntura económica mundial también se caracteriza por el elevado déficit fiscal observado en los Estados Unidos de América y el alza que dicho déficit podría generar en la tasa de interés internacional.

Los factores mencionados podrían inhibir el crecimiento económico mundial, debido a que repercuten directamente en el comercio internacional y en los niveles de inversión tanto extranjera directa como de portafolio, lo cual incidiría directamente sobre las tasas de crecimiento de los países en desarrollo.

En lo referente a la economía de los Estados Unidos de América se puede apreciar que, luego de un período de alto crecimiento impulsado por aumentos en la productividad, empezó a experimentar, a partir de 2000, una reducción significativa en su tasa de crecimiento debido al estallido de la burbuja que se había formado en el mercado de activos y al agotamiento del crecimiento del sector tecnológico, factores que fueron acompañados de una pérdida de confianza por parte de los agentes económicos, como consecuencia de los eventos del 11 de septiembre de 2001, de la quiebra de importantes corporaciones y del conflicto geopolítico en el Medio Oriente.

Con el fin de revertir el bajo nivel de crecimiento económico las autoridades de ese país iniciaron un relajamiento de la política monetaria y, al mismo tiempo, un relajamiento de la política fiscal; el último, mediante una reducción de impuestos y, dadas las necesidades de gasto generadas por el conflicto en Medio Oriente, de aumento en el gasto público. Como consecuencia, en 2003 se registró un déficit fiscal de alrededor de 5% del Producto Nacional Bruto, el cual se estima en 4.5% para 2004.

Es importante mencionar que la expansión fiscal en los Estados Unidos de América propició un fuerte estímulo a la demanda global y, por ende, incentivó el crecimiento de las economías del resto del mundo. La considerable fortaleza del estímulo fiscal se sustentó en el hecho de que el mismo no propició un alza en las tasas de interés internacionales, debido a que el sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos de América implementó una política monetaria acomodaticia con el fin de inducir

una reducción en la tasa de interés de ese país.

Sin embargo, la política macroeconómica implementada en ese país ha generado preocupación a nivel internacional debido a que se considera que la misma no es sostenible en el mediano y largo plazos, ya que el financiamiento del déficit fiscal requiere de la contratación de un monto considerable de deuda tanto en el mercado interno como en el externo. El aumento de la deuda para financiar el gasto público, aunado al hecho de que el crecimiento económico está dinamizándose a un ritmo mayor al esperado, son factores que indican que se avecina un alza de la tasa de interés, lo que afectaría negativamente al consumo y a la inversión en los Estados Unidos de América (efecto desplazamiento). Esto se traduciría en una reducción de la demanda agregada estadounidense, lo que incidiría negativamente en el crecimiento global.

A lo mencionado debe agregarse que el alza en la tasa de interés inducida por el excesivo gasto público podría afectar al sector financiero estadounidense. Esto se debe a que las condiciones crediticias favorables que han prevalecido en esa economía, debido a la política monetaria acomodaticia que ha implementado el sistema de Reserva Federal, han generado un considerable endeudamiento de los agentes económicos privados para financiar la adquisición de viviendas. El exceso de demanda en el mercado de bienes raíces ha generado una "burbuja especulativa"³³ en dicho mercado. Ahora bien, si la tasa de interés experimenta un alza, muchas de las personas que contrataron crédito no podrán cumplir con el pago de los mismos, lo que afectaría negativamente al sistema financiero, y podría afectar el ritmo de recuperación de la economía estadounidense hacia una recesión debido a la interrupción del crédito al sector productivo.

Lo descrito evidencia la necesidad de profundizar en el fortalecimiento de las finanzas públicas tanto en los Estados Unidos de América como en el resto del mundo, ya que se ha empezado a observar una leve tendencia al alza de las tasas de

³³ Una burbuja especulativa se produce cuando el aumento en el precio de los bienes y servicios se fundamenta en la formación de expectativas de futuros aumentos en dichos precios.



interés. La disciplina fiscal, asimismo, debe estar acompañada de una estrategia monetaria que, manteniendo la inflación bajo control, coadyuve a una recuperación sostenible de las diversas economías.

En efecto, en los países que empiezan a experimentar un aumento en la tasa de inflación es necesario que la política monetaria se oriente a mantener un adecuado balance entre la oferta y demanda agregadas. En estos países, la autoridad monetaria deberá comunicar a los agentes económicos con mucha claridad los objetivos de la política monetaria, a fin de que las expectativas del público se adapten consistentemente a los objetivos de la gestión monetaria.

En la Euro-Zona y en Japón, sin embargo, la orientación de la política monetaria debería ser distinta, ya que la demanda agregada continúa siendo débil y el tipo de cambio, en ambos casos, sigue experimentando una fuerte tendencia a la apreciación. El caso de Japón es aún más crítico, ya que la deflación continúa afectando a esa economía. En tal sentido, tanto en Japón como en la Euro-Zona requieren de una política monetaria de carácter expansivo, con el fin de reducir las tasa de interés e incentivar la recuperación de la actividad económica³⁴.

C. Sobre el riesgo de un repunte inflacionario mundial

En la actualidad otro de los riesgos que caracterizan el panorama económico mundial es el debate sobre el posible resurgimiento de presiones inflacionarias, como consecuencia del reciente comportamiento de los precios tanto en los Estados Unidos de América como en los países asiáticos.

En el caso de los Estados Unidos de América, la preocupación por el repunte inflacionario aún es moderada; sin embargo, cabe indicar que la misma se originó como consecuencia del alza en los precios observada en el primer trimestre de 2004. En este sentido, cabe indicar que los riesgos de una mayor inflación aún no se basan en el aumento de la demanda agregada, porque todavía existe algún exceso de capacidad

instalada en dicha economía; más bien, el referido comportamiento al alza que recién se observa en la inflación de ese país se atribuye a la formación de expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos. En ese sentido, Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, recientemente ha indicado³⁵ que con el repunte que está registrando la economía estadounidense, algunas empresas están encontrando el ambiente propicio para elevar sus precios de una manera fácil. Asimismo, Greenspan ha expresado que la caída del dólar y el fortalecimiento de la economía global están generando presiones inflacionarias adicionales en la economía doméstica, por lo que ha manifestado que la Reserva Federal seguirá muy de cerca el comportamiento del ritmo inflacionario en los próximos meses.

Por otro lado, en los países de Asia están empezando a aumentar los precios como consecuencia de un aumento en la demanda agregada, debido en gran parte a la demanda China de bienes básicos, que está haciendo subir los costos.

El comportamiento al alza en la inflación que se empieza a observar en los países asiáticos podría ser un preludio de presiones inflacionarias en los países avanzados, cuya producción se provee de insumos del continente asiático. Así también, debe tomarse en consideración que en muchos países gran parte de la importación de productos manufacturados proviene de Asia, por lo que se ha generado la preocupación de que el referido incremento en los precios en dicha región podría generar un rápido contagio inflacionario mundial.

³⁴ Cabe indicar que las consideraciones realizadas se basan en el contenido del documento del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, abril de 2004.

³⁵ Testimonio de Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América realizado el 21 de abril de 2004 ante el Comité Económico del Senado de dicho país.

