



SEGUNDA PARTE

PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2001

I. LOS RETOS MACROECONÓMICOS PARA 2001

A. LOS RETOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA

La política económica (de la cual forma parte la política monetaria) enfrentará retos el próximo año que deben afrontarse en forma oportuna y eficaz, a fin de preservar la estabilidad y propiciar la reactivación económica. Dentro de esos retos del entorno macroeconómico, los más relevantes para la política monetaria se comentan a continuación:

1. Existencia de una brecha fiscal persistente

En los últimos años la economía guatemalteca ha enfrentado déficit fiscales crecientes como resultado del mayor nivel de los gastos en relación al de los ingresos. Dicho déficit ha sido financiado principalmente con deuda interna, provocando presiones sobre la tasa de interés debido a que las colocaciones de títulos del gobierno central en el mercado de dinero distorsionan la eficiente asignación de recursos entre el sector privado y el sector público (*crowding out*). Es por ello que la existencia de un presupuesto equilibrado, con un nivel de ingresos corrientes (haciendo eficiente la recaudación y la administración tributaria) que permita efectuar un gasto acorde con las necesidades del Estado, es fundamental para mantener las condiciones de estabilidad macroeconómica y propiciar tasas de interés que estimulen el ahorro y la inversión. La vigencia de una política fiscal disciplinada contribuiría a reforzar en forma eficiente la estabilidad de largo plazo de las principales variables macro-financieras y permitiría una mejor coordinación con la política monetaria, aspecto de vital importancia para preservar la estabilidad de precios.

Adicionalmente, la solidez fiscal es un factor importante para el buen desempeño del sistema bancario, ya que si se produjera un deterioro de la situación fiscal, particularmente en conjunción con unas condiciones adversas en los mercados financieros internacionales, podría obligar al gobierno a retirar sus depósitos del sistema bancario, lo cual no sólo tendría repercusiones negativas sobre la política monetaria, sino también sobre la liquidez de los bancos.



2. Fortalecimiento del proceso de intermediación financiera en el sistema bancario

Promover una reforma integral del sistema bancario y financiero del país, es prioridad ante los cambios producidos por la globalización financiera, partiendo de la premisa de que la existencia de un sistema financiero sano es de trascendental importancia para el buen funcionamiento de la economía como un todo, ya que dicho sistema tiene vínculos con los mercados de dinero y cambiario, al facilitar el movimiento de capitales, el proceso de intermediación financiera y la integración de los mercados financieros.

Por otro lado, el sistema financiero constituye el principal canal de transmisión de la política monetaria y, por lo tanto, gran parte de la efectividad de ésta depende de si dicho sistema goza de la confianza de los agentes económicos. Es por ello que la búsqueda del fortalecimiento del sistema financiero es compatible con el impulso de las reformas legales (Ley de Bancos y Grupos Financieros, Ley de Supervisión Financiera, Ley Orgánica del Banco de Guatemala y Ley Monetaria) que proporcionen un marco general que brinde mayor certeza jurídica y que contribuya a la eficiencia, solidez, transparencia y competitividad de las instituciones financieras, bajo un enfoque de supervisión preventiva. Con ello, se perseguirá promover el desarrollo de una banca ágil y flexible que se adapte a las cambiantes exigencias del entorno financiero en que opera.

3. Persistencia de términos de intercambio adversos

Guatemala, al igual que otros países en desarrollo, ha experimentado el efecto de una caída de sus términos de intercambio, derivado principalmente del alza en los precios del petróleo²⁴ combinada con la baja en el precio de sus principales productos de exportación²⁵. Esta situación ha incidido en el crecimiento económico y en un debilitamiento del sector externo.

Ante ello, el país deberá procurar una diversificación de sus exportaciones y la búsqueda de nuevos mercados, lo cual podría lograrse al intensificar las negociaciones de tratados bilaterales y multilaterales de libre comercio, así como las potenciales ventajas que ofrece el ALCA (Area de Libre Comercio de las Américas), y al consolidar la apertura comercial iniciada a principios de la década de los noventa. Con ello se estima que en el mediano plazo Guatemala logrará una menor vulnerabilidad ante shocks externos. Estas

²⁴ En diciembre de 1998, el precio internacional del petróleo por barril se situó en US\$11.29; en diciembre de 1999 ascendió a US\$26.08 y a noviembre de 2000 alcanzó US\$34.26.

²⁵ En marzo de 1998, el precio medio de exportación del café era de US\$143.24; en noviembre de 1999 se ubicó en US\$84.44 y a noviembre de 2000 se situó en US\$66.94.



acciones de política macroeconómica se convierten en un reto para el mantenimiento de la estabilidad y principalmente para fortalecer el crecimiento de la actividad económica para 2001 en el marco del proceso de globalización.

4. La insuficiencia de la estabilidad para el logro del crecimiento

La estabilidad económica es una condición necesaria pero no suficiente para el crecimiento económico sostenible. A efecto de concretar la estabilidad económica es necesario implementar acciones de política económica tanto desde el punto de vista de la demanda agregada como de la oferta agregada. Si bien las políticas de estabilización son parte de la política económica y tratan de influir sobre el nivel de la demanda agregada a través de modificar el comportamiento del consumo, la inversión y el gasto del gobierno, son las políticas estructurales las determinantes para influir sobre la capacidad de la oferta agregada de la economía, es decir que son éstas las que logran incrementar la capacidad de producción de bienes y servicios.

Dentro de este tipo de reformas destacan la liberalización del comercio, la reforma financiera, la reforma del Estado, la implementación de redes de protección social y el fomento a la inversión en capital humano. Transformar la política económica y encaminarla a la opción de generar mejores satisfactores sociales es un importante reto de política para 2001.

5. Presiones para forzar un relajamiento de la política monetaria

La estabilidad debe ser el objetivo primordial de la política monetaria; ello requiere que el banco central encauce sus esfuerzos con plena autonomía para estabilizar el nivel de precios de forma sostenible en el largo plazo. Hacer esto, y dirigir sus acciones a lograr tal objetivo, constituye el mejor aporte que la política monetaria puede hacer para propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando empleo, ahorro y mejores niveles de vida para la población.

Ciertamente, resulta comprensible que, en un ambiente de desaceleración económica, importantes segmentos de la población manifiesten fatiga y cierta desilusión con los resultados de la estabilización lograda hasta ahora, ya que si bien es apreciable una balanza más sostenible, tasas de interés y de cambio más estables, y una inflación más controlada, ello no se percibe inmediatamente en forma de nuevas oportunidades de inversión, mayor crecimiento o mejores niveles de vida. Ello es así porque muchos de los obstáculos que existen para la iniciativa privada, para la creación de empleos y



para la inversión no se eliminan únicamente mediante el logro de la estabilización; para eliminar tales obstáculos también es necesario aplicar reformas estructurales más profundas.

El pasado reciente ha demostrado que el relajamiento forzado de la política monetaria, aunado a la ausencia de disciplina fiscal, condujo a una crisis cambiaria, a pérdida de reservas monetarias internacionales y al debilitamiento del sistema bancario. Una nueva expansión del crédito al sector privado en forma artificial, solamente resultará en un nuevo debilitamiento del sector externo (mediante presiones cambiarias y pérdida de reservas monetarias internacionales), y en un aumento de la exposición del sistema bancario al riesgo, lo que podría entorpecer la recuperación de las captaciones bancarias y, por ende, la vulnerabilidad del sistema financiero.

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

El concepto de estabilidad de precios sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para la población. En efecto, la mayor contribución del banco central al crecimiento y al progreso radica en la confianza en el futuro que se asocia a reglas claras y estables en cuanto a la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Esto es un aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos, indispensables para el crecimiento económico. Una inflación baja y estable es, además, beneficiosa desde un punto de vista distributivo, porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores más desprotegidos de la sociedad.

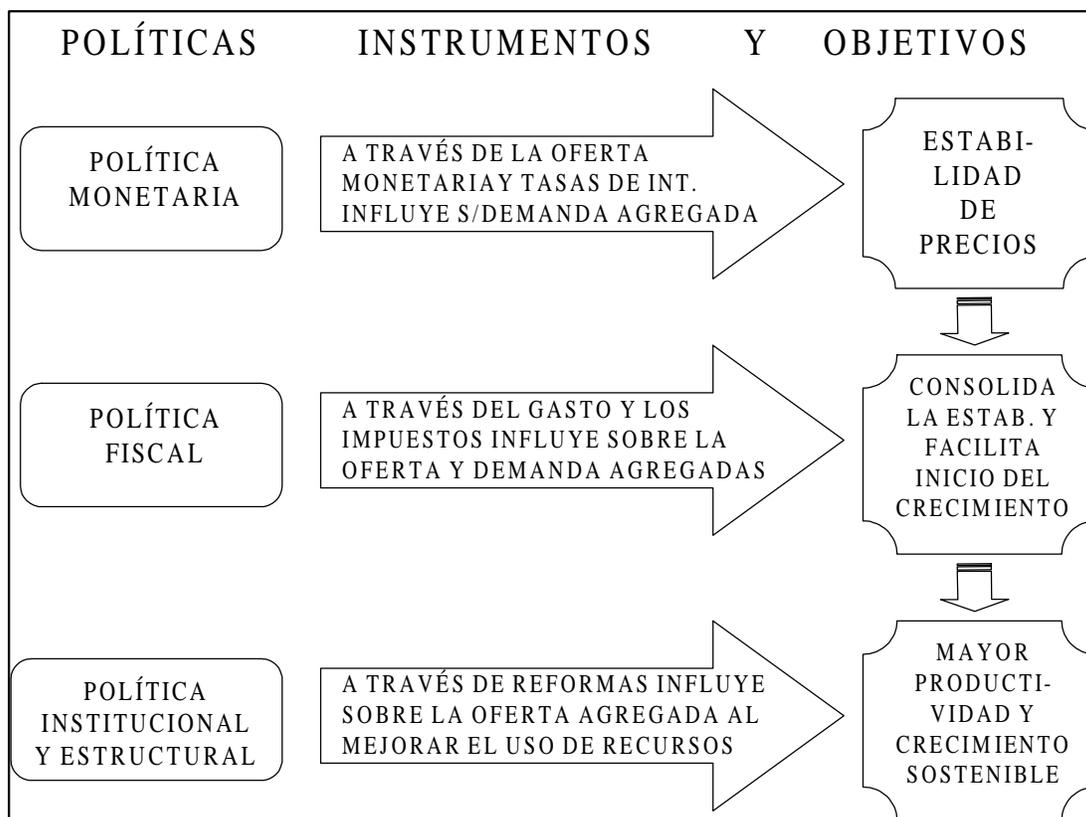
Es importante mencionar que la política monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo, más allá de su contribución a la estabilidad de precios.

En ese sentido, la política monetaria forma parte de la política económica y ésta es el conjunto de acciones que el gobierno realiza mediante el uso de instrumentos bajo su control, con el fin de influir sobre algunas variables-objetivo de interés para la sociedad. La política económica está compuesta por una serie de políticas que, en términos generales, pueden clasificarse en dos grandes grupos: políticas de estabilización y políticas estructurales. Dichas políticas afectan a la oferta y a la demanda agregadas de la economía, siendo el papel de la política monetaria el logro de la estabilidad mediante el control de la demanda agregada.



Lo anterior significa que para lograr un crecimiento económico sostenible se requiere de políticas institucionales y estructurales eficientes, que permitan una mayor productividad basada en la mayor calidad y cantidad de los factores que intervienen en la producción. El crecimiento sin estabilidad no es técnicamente sostenible, así como la estabilidad sin crecimiento puede no ser políticamente sostenible, excepto en el corto plazo.

De cualquier forma, los frutos que se derivan de la aplicación de medidas, tanto de carácter estructural como de estabilización, no son obvios inmediatamente y pueden tardar algún tiempo en manifestarse. No obstante ello, es necesario tener presente que la construcción de una economía dinámica y resistente ante shocks económicos requiere que existan bases sólidas en la aplicación de políticas monetaria, fiscal y estructural disciplinadas, que constituyan la plataforma de un crecimiento sostenible cuya base sea un clima de confianza y credibilidad.





C. ASPECTOS ESTRATÉGICOS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Política orientada a consolidar la confianza

Es importante mencionar que si el objetivo de inflación se relega a un segundo plano se enfrentarían costos que tienen efectos negativos en la distribución del ingreso, especialmente en perjuicio de los ahorrantes y en favor de los prestatarios. Esto desincentiva el ahorro, la inversión y el crecimiento; en tal sentido, dado que tanto la tendencia inflacionaria como la incertidumbre acerca de la inflación futura, causan distorsiones al mercado y provocan una errónea asignación de recursos económicos, el Banco de Guatemala debe continuar encauzando sus esfuerzos con plena autonomía para estabilizar el nivel de precios. Hacer esto, y dirigir sus acciones a lograr este objetivo, propicia un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes, de servicios y de trabajo pueden funcionar con base a certeza y confianza.

La principal orientación de la política monetaria debe ser la de coadyuvar al establecimiento de las condiciones financieras de estabilidad requeridas para el éxito de la estrategia de desarrollo económico de largo plazo que defina el gobierno. Por lo tanto, la política monetaria no debe ceder ante la visión cortoplacista que pretende reactivar el crédito artificialmente mediante la expansión monetaria. El tema no es que a la política monetaria no le preocupe el empleo y la reactivación económica; al contrario, el tema es precisamente que con una política monetaria indisciplinada no es factible asegurar el crecimiento en forma sostenible. Es por ello que en las actuales circunstancias no debe exigírsele a la política monetaria que haga más de lo que está llamada a hacer en favor del crecimiento de la producción: el logro de la estabilidad es el mejor (y quizá el único) aporte que el banco central puede hacer al crecimiento económico sostenible.

Únicamente cuando esté consolidada la confianza y la estabilidad macroeconómica se podrá avanzar firmemente hacia el logro de un crecimiento económico sostenido.

2. Mejoras en el diseño y operatividad de la política monetaria

En la propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia para 2000 la Junta Monetaria implementó un importante cambio en la forma de implementar la evaluación y conducción de la política monetaria; esta modificación contempla un sistema basado en indicadores múltiples, tomando en consideración siete variables en las cuales se incluye una serie de agregados monetarios, varias



tasas de interés, inflación subyacente, varias medidas de tipo de cambio, y un indicador sobre condiciones monetarias.

La decisión de moverse desde una política monetaria basada exclusivamente en una regla monetaria, a una política basada en un conjunto de indicadores, constituye un importante paso hacia la modernización de los procedimientos de política monetaria, cambiaria y crediticia. Sin embargo, y a pesar del avance significativo, se considera que debe continuarse avanzando en el perfeccionamiento de los nuevos procedimientos. En ese contexto es necesario que se tenga presente que los pasos dados hasta ahora constituyen las señales iniciales de un proceso amplio y ambicioso. Para el logro de la sostenibilidad de largo plazo, la utilización por parte del banco central de la política monetaria debe tender en el corto plazo a una política activa, independiente y flexible respecto al proceso de modernización y conducción de dicha política y debe adaptarse a las nuevas técnicas y esquemas de conducción, dentro de los que es importante mencionar el esquema de Metas de Inflación (anexo 2). Es importante enfatizar que éste no es un proceso simple y que no es posible implementarlo en el corto plazo. Una implementación completa de este tipo de esquema requiere de una serie de información que sólo está parcialmente disponible; algunos avances estadísticos que se refieren a la disponibilidad de cuentas nacionales trimestralizadas y a la construcción de un nuevo índice de precios al consumidor, constituyen un primer avance en esta materia. Además, es necesario incorporar durante la transición un proceso de capacitación adecuada al personal para que esté en condiciones de manejar los aspectos técnicos asociados con el nuevo sistema, así como para profundizar en una serie de estudios tendientes a cuantificar la relación entre el objetivo de inflación, las tasas de interés y las variables macroeconómicas más importantes en la economía.

Por otro lado, se deben mejorar los procedimientos operativos y monitorear la tasa de interés de corto plazo a manera de reducir su volatilidad en forma permanente, lo cual coadyuvaría a crear un clima de confianza por parte de los inversionistas en la economía que permitiría reactivar la canalización crediticia de parte de los bancos del sistema.

Respecto a la política cambiaria, resulta conveniente continuar avanzando en un sistema cambiario más flexible, al tiempo que se mantenga la independencia de la política monetaria.

En síntesis, las mejoras en el diseño y operatividad de la política monetaria deben orientarse a enfrentar los retos que impone el cambiante entorno macro-financiero, el cual exige el mantenimiento de un marco macroeconómico consistente que permita minimizar el riesgo de crisis financieras y de balanza de



pagos, así como el logro de una estabilidad duradera. Ello apunta a la conveniencia de evolucionar hacia una política en que exista la suficiente discrecionalidad para actuar ante eventos inesperados, pero que al mismo tiempo incorpore reglas claras de participación en los mercados que impulsen la transparencia de las actuaciones de la autoridad monetaria.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA 2001

A. DEL SECTOR REAL

Para 2001 se estima que la actividad económica, medida por el producto interno bruto en términos reales, recupere en parte el dinamismo perdido en los dos años anteriores, previéndose una tasa de crecimiento en torno a 3.9%, superior a la observada en 1999 (3.6%) y a la estimada para 2000 (3.3%).

Dicho crecimiento estaría sustentado en el resultado positivo que se espera en todos los sectores que integran la actividad económica, con excepción de los de propiedad de vivienda y electricidad y agua que estarían registrando una desaceleración respecto al año previo.

En el caso del sector agropecuario, con una participación de 22.7% en la generación del producto, se estima que podría manifestar un crecimiento del 3.0% para 2001 (2.8% para 2000), sustentado por mejores expectativas en la actividad agrícola, la cual se estima que podría crecer en 2.5% (1.9% para 2000). Dicho comportamiento estaría determinado, principalmente, por la producción de caña de azúcar, banano, café, maíz y frijol, los cuales, en conjunto, tienen una participación del 60.0%, aproximadamente, dentro del subsector agrícola.

En el caso de la caña de azúcar, se espera que el nivel de producción sea aproximadamente el mismo que el registrado en 2000, como resultado de que los mejores precios del azúcar en el mercado internacional en dicho año incentiven a mayores cuidados culturales en las plantaciones de caña. En lo que respecta al banano, dada la normalización de los trabajos después de la rehabilitación de las plantaciones, por los daños ocasionados por fenómenos naturales y laborales acontecidos en años anteriores, se espera que la producción crezca 8.0% en 2001. En lo que respecta al café, se estima una pérdida de dinamismo, ya que crecería 1.8%, porcentaje menor al de 2000 (3.0%); tal comportamiento se sustentaría en que históricamente las exportaciones de Guatemala no experimentan el efecto total de la baja en los precios internacionales, posiblemente por aspectos de calidad y de anticipación de venta del grano. El comportamiento del maíz y frijol responde a las políticas gubernamentales de apoyo y reactivación de dichas actividades, plasmadas en el



Proyecto de Producción y Distribución de Semillas para Pequeños y Medianos Agricultores, puesto en marcha en enero de 2000.

Cabe indicar que las expectativas de la actividad agropecuaria para 2001 están estrechamente ligadas con la morigeración en la caída de los precios del café en el mercado internacional.

La industria manufacturera se espera que registre un incremento de 1.6%, el cual se sustenta en un aumento en la industria de textiles y prendas de vestir, como consecuencia de la ampliación al país de los beneficios de la Iniciativa de la Cuenca del Caribe. Adicionalmente, con la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con México se espera que existan mejores oportunidades para exportar a ese país, tanto para nuevos productos como para los que ya se exportan bajo el marco del Acuerdo de Alcance Parcial. También apoya el crecimiento del sector el hecho de que algunas industrias estratégicas del país están estableciendo alianzas con empresas del exterior con la finalidad de mejorar y ampliar su capacidad productiva, particularmente en las actividades de fabricación de cemento y galvanizado y acero. En ese sentido, es importante el apoyo del Estado para crear condiciones macroeconómicas estables, aunado al mejoramiento de la seguridad ciudadana que redundaría en mejores incentivos para la inversión extranjera y nacional.

En la actividad comercial, la de mayor participación en la generación del producto (24.5%), se estima que registre un crecimiento de 3.7%, superior en 0.2 puntos porcentuales al de 2000. Dicho resultado estaría determinado por una mayor actividad comercial asociada a un mayor flujo de importaciones, sobre todo en materia de materias primas y productos intermedios, derivado de la apertura de nuevos mercados y de los beneficios de la Iniciativa de la Cuenca del Caribe y del Acuerdo de Libre Comercio con México.

El sector construcción crecería 8.1%, revirtiendo el resultado negativo observado en 2000. Dicho comportamiento se sustenta en que para 2001 se espera que se restablezca el flujo de crédito destinado a la inversión privada. Asimismo, es determinante en este comportamiento el aumento de la inversión pública en proyectos de mejoramiento de la infraestructura básica y proyectos rurales contenidos en el Presupuesto de Ingresos y Egresos para 2001, tales como el programa de apoyo a la vivienda mediante la asignación de recursos para incrementar la producción de soluciones habitacionales con apoyo de subsidios, préstamos blandos y trabajo solidario, con una asignación de Q313.4 millones.



El resto de sectores productivos registraría tasas de crecimiento superiores a las observadas en 2000, con excepción de los de propiedad de vivienda y de electricidad y agua.

En cuanto al producto interno bruto por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo en la mayoría de los componentes, destacando el comportamiento esperado en la formación bruta de capital fijo, ya que se estima que la privada registre un crecimiento de 4.0%, contrario a la caída de 1.5% que registraría en 2000. Situación similar presenta la inversión pública, la que luego de registrar una caída de 9.0% en este año, para 2001 se estima que alcance un crecimiento de 15.6%, como resultado de mayores gastos de inversión por parte del gobierno general, así como de la ejecución de programas para apoyo a la vivienda, incrementando la producción de soluciones habitacionales especialmente para los sectores de ingresos medios, bajos y de extrema pobreza.

B. DEL SECTOR EXTERNO

De conformidad con las perspectivas económicas mundiales presentadas por el Fondo Monetario Internacional para 2001, se prevé una tasa de crecimiento de la producción mundial de 4.2% que se fundamenta en el comportamiento de la economía de los Estados Unidos de América, en una fuerte expansión de la actividad económica en Europa y en una recuperación de la economía de Japón, en un ambiente en donde prevalecerá la expansión del comercio y la estabilidad de los mercados financieros. En ese contexto, se estima una mejora en el sector externo del país que proyecta contener el desequilibrio del sector externo. En efecto, en la Balanza de Pagos para 2001 se prevé un déficit en cuenta corriente respecto del PIB de 4.3% (4.6% en 2000). Conviene indicar que, si bien dicho déficit se reduce levemente en relación al PIB, su saldo se ubicaría en US\$890.7 millones, levemente superior (US\$7.2 millones) al que se registraría al cierre de 2000. Este resultado estaría financiado por un superávit de igual magnitud en la cuenta capital y financiera, lo que implicaría que las reservas monetarias internacionales mantengan el mismo nivel de finales de 2000.

En lo que respecta a las exportaciones se esperaría que éstas fueran mayores en US\$262.4 millones (9.7%) a las de 2000. Dicho resultado estaría determinado por un incremento de los productos tradicionales (principalmente del azúcar y el petróleo) por 4.7%, de las ventas a Centroamérica por 12.8% y de otros productos (flores, plantas, semillas y raíces; caucho natural; productos químicos; productos metálicos; verduras y legumbres; productos alimenticios; cemento, y ceras) por 13.7%. En el caso del azúcar, su crecimiento estaría sustentado en las mejores expectativas de los productores de incrementar sus



exportaciones fuera de cuota²⁶. En lo que respecta al petróleo, se espera un mayor valor de exportación debido principalmente a los mayores precios del producto en el mercado internacional. Con relación al café y al banano, conviene destacar que, de acuerdo a los mercados internacionales, las expectativas para el café son poco alentadoras ya que se espera que los precios del producto permanezcan bajos, debido a un exceso de oferta de productores como Brasil y Vietnam²⁷; para el banano, las expectativas de un crecimiento en las exportaciones dependen en buena medida de la resolución del conflicto surgido con la Unión Europea por la implantación del método de licencias conocido como "primero en llegar, primero en ser servido"²⁸.

Por su parte, las importaciones estarían ubicándose en US\$5,283.9 millones, mayores en 8.0% a las de 2000. Dicho resultado estaría asociado al precio del petróleo, aunado al crecimiento de la demanda agregada, a un mayor dinamismo del crédito al sector privado y a la estabilidad cambiaria. Cabe resaltar que los rubros que más dinamismo reflejarían son el de materias primas y productos intermedios (que incluye petróleo), combustibles y lubricantes, bienes de consumo y el de maquinaria, equipo y herramienta. En relación con los otros rubros (materiales de construcción y diversos) se espera que tengan un comportamiento menos dinámico en comparación con los rubros ya mencionados.

Como resultado de las proyecciones del comercio para el próximo año, la balanza comercial registraría un déficit de US\$2,305.9 millones mayor en US\$128.9 millones (5.9%) respecto de 2000.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$565.1 millones, mayor en US\$111.7 millones (24.6%) respecto de 2000, principalmente por un aumento en los ingresos del Banco de Guatemala por el rendimiento de sus reservas monetarias internacionales, así como por los ingresos de servicios no factoriales, principalmente por el incremento de US\$56.4 millones en los servicios de transformación de bienes (maquila) respecto al nivel observado en 2000 (US\$352.2 millones).

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren un ingreso de US\$850.0 millones, mayores en US\$10.0 millones a las estimadas para 2000, como consecuencia de un leve aumento de las remesas familiares.

²⁶ Según información proporcionada por AZASGUA

²⁷ Según información del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América.

²⁸ Régimen de importación de banano que pretende eliminar el régimen de cuotas vigentes. Este régimen se basa en aplicar dos aranceles diferentes y seguir estableciendo preferencia para las ex-colonias europeas.



Derivado de los saldos que se esperarían en la balanza comercial, en la de servicios y en las transferencias corrientes, el déficit de la cuenta corriente sería de US\$890.7 millones, mayor en US\$7.2 millones al de 2000.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera se esperaría que los ingresos de capital privado sean la fuente principal de financiamiento de la cuenta corriente. Cabe mencionar que en la cuenta de capital privado se contempla el último pago por US\$350.0 millones de la venta de TELGUA. Por su parte, la cuenta de capital oficial y bancario estaría influenciada por el monto de los desembolsos de préstamos al sector público no financiero (US\$290.9 millones), a pesar de que por el lado de las amortizaciones se contempla la colocación de US\$175.0 millones para la constitución de un fideicomiso para cubrir las obligaciones de GUATEL²⁹.

Como resultado de los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera, así como de las acciones de la política monetaria, se esperaría un nivel de reservas monetarias internacionales similar al de 2000. Cabe indicar que dicho nivel de reservas monetarias internacionales permitiría financiar alrededor de 3.9 meses de importaciones de bienes y servicios no factoriales. Tal indicador es consistente con los parámetros internacionales que miden la posición externa de un país, ya que éste es tomado en cuenta por los inversionistas extranjeros para la selección de sus portafolios financieros y representa para las compañías calificadoras un indicador importante para evaluar el riesgo país, además de representar una medida de solvencia para hacer frente a los pasivos monetarios externos.

²⁹ De no colocarse estos recursos en ese fideicomiso, la cuenta de capital y financiera reflejaría un saldo adicional por ese monto, lo cual permitiría incrementar el nivel de reservas por una cantidad similar.



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2000 - 2001
-En millones de USDólares-

CONCEPTO	2000 p/	2001 py/	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-883.5	-890.7	-7.2	0.8
A. BALANZA COMERCIAL	-2,177.0	-2,305.9	-128.9	5.9
1.Exportaciones FOB	2,715.6	2,978.0	262.4	9.7
Principales Productos	1,132.1	1,185.6	53.5	4.7
Otros Productos	1,583.5	1,792.4	208.9	13.2
2.Importaciones CIF	4,892.5	5,283.9	391.4	8.0
B. SERVICIOS	453.4	565.1	111.7	24.6
1. Factoriales, Neto	-199.7	-177.4	22.3	-11.2
2. No Factoriales, Neto 1/	653.1	742.5	89.4	13.7
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	840.0	850.0	10.0	1.2
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,558.5	890.7	-667.8	-42.8
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	70.0	70.2	0.1	0.2
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	185.9	-43.5 b/	-229.4	-123.4
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO 2/	1,302.6 a/	864.0 c/	-438.5	-33.7
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	675.0	0.0		
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES				
NETAS (- Aumento)	-675.0	0.0		

1/ Incluye Maquila por US\$ millones

352.2

408.6

2/ Incluye Errores y Omisiones

a/ Incluye ingreso por segundo pago por la venta de TELGUA (US\$150.0 millones)

b/ Incluye US\$175 millones del cuarto pago por la venta de TELGUA, los cuales servirán para constituir un fideicomiso para cubrir obligaciones de GUATEL

c/ Incluye ingreso por tercer pago por la venta de TELGUA (US\$350.0 millones).

p/ Cifras preliminares

py/ Cifras proyectadas

C. DEL SECTOR FISCAL

El Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para 2001 fue aprobado a finales de noviembre de 2000 por un monto de Q22,780.7 millones, superior en 2.1% al presupuesto inicial de 2000. En lo referente a los ingresos, el presupuesto contempla que los corrientes asciendan a Q18,391.3 millones, mayores en Q1,641.5 millones (9.8%) a lo presupuestado inicialmente para 2000. Dicho crecimiento se sustenta en un crecimiento tanto de los ingresos tributarios (7.2%) como de los no tributarios (46.1%).



En lo que corresponde a los egresos, para gastos de funcionamiento se asignan Q14,584.9 millones, mayores en Q511.9 millones (3.6%) al presupuesto inicial de 2000; dentro de estos gastos se destinan Q2,238.4 millones para el pago de intereses y comisiones de la deuda pública. En lo que corresponde a los gastos de capital, se presupuestan Q6,906.5 millones, menores en Q336.4 millones (4.6%) a los presupuestados para 2000. Para pagos de amortización de deuda pública se estiman Q1,289.3 millones, mayores en Q294.8 millones (29.6%) a los pagos presupuestados para 1999.

Como consecuencia de la insuficiencia de ingresos provenientes del sistema tributario y de la necesidad de afrontar compromisos de gasto público convenidos en los Acuerdos de Paz y confirmados en el Pacto Fiscal, en el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2001 se contempla un déficit presupuestal de Q2,490.4 millones, menor en Q1,634.0 millones (39.6%) al presupuestado para 2000, y que representaría 1.5% del PIB. Para financiar dicho déficit se estarían utilizando Q1,219.8 millones de fuentes internas, provenientes del uso de depósitos en el banco central, y de recursos externos netos por Q1,270.6 millones. Es importante señalar que entre otras fuentes de financiamiento se registra una utilización de los recursos provenientes de la venta de activos del Estado por un monto de Q 1,473.2 millones (uso parcial del tercer pago por la venta de TELGUA por un monto de US\$ 350.0 millones).

Asimismo, es importante indicar que para el año en estudio no se contempla financiar gastos con contratación de nueva deuda pública interna, a través de emisión de bonos públicos. En adición, el gobierno considera disminuir dicha deuda con la finalidad de eliminar sus efectos negativos sobre el mercado financiero, principalmente en las tasas de interés.



PRESUPUESTO DE INGRESOS Y EGRESOS

AÑOS: 2000- 2001 c/
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2000 a/	2001 a/
I. Ingresos y Donaciones	17,191.5	19,001.0
A. Ingresos	16,771.4	18,408.2
1. Ingresos Corrientes	16,749.8	18,391.3
a. Tributarios	15,620.7	16,741.3
b. No Tributarios	1,129.1	1,650.0
2. Ingresos de Capital	21.6	16.9
B. Donaciones	420.1	592.8
II. Total de Gastos	21,315.9	21,491.4
A. Funcionamiento	14,073.0	14,584.9
B. Capital	7,242.9	6,906.5
III. Déficit o Superavit Fiscal	-4,124.4	-2,490.4
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	2,676.8	3,806.4
V. Financiamiento	4,124.4	2,490.4
A. Interno	514.8	-285.0
B. Externo	1,596.3	1,270.6
C.Privatización	1,128.0	1,473.2
D.Variación de Caja b/	885.3	31.6

a/ Presupuesto inicial

b/ (-) aumento y (+) disminución

c/ De acuerdo con estimaciones de cierre para el año 2001, bajo los supuestos de una capacidad de ejecución en los ingresos de 93.6% y gastos de 94.0%, la situación financiera del gobierno podría registrar un déficit similar al presupuestado (1.5% del PIB), con lo cual se estima que el gobierno no estaría haciendo uso de recursos provenientes del banco central en adición a lo presupuestado.

Por el lado del financiamiento, se utilizarían depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala por un monto de Q1,504.8 millones, de los cuales Q1,473.2 millones provendrían del tercer pago de la privatización por la venta de TELGUA; es decir que dichos recursos no formarían parte de un apoyo de la política fiscal a la monetaria, en virtud de que se estarían utilizando para financiar el presupuesto de 2001.



Al respecto es conveniente comentar que resulta riesgoso financiar el presupuesto mediante el uso de recursos de caja, particularmente con los recursos provenientes de la privatización de activos estatales. En efecto, dichos recursos, que debieran estar depositados en el Banco de Guatemala, son un activo del Estado que éste posee en vez de las acciones que tenía como propietario de las empresas privatizadas, por lo que los mismos deberían emplearse de forma que brinden beneficios perdurables y no gastarse, pues ello equivaldría a que desaparezcan para siempre tales activos. Además, la reducción de los depósitos que el gobierno tiene en el banco central ocasionaría un aumento en la cantidad de dinero en circulación, en razón de lo cual el Banco de Guatemala se vería obligado a retirar esos excedentes de liquidez mediante operaciones de mercado abierto.

En virtud de lo anterior, resultaría recomendable acelerar la implementación de medidas que permitan el mejoramiento de los ingresos fiscales y una reestructuración de la deuda interna del gobierno, condiciones necesarias para apoyar la estabilidad macroeconómica. En este tema, las recomendaciones emanadas del Pacto Fiscal podrían coadyuvar al alcance de tales propósitos.

D. DEL SECTOR MONETARIO

A efecto de estimar los principales factores de monetización del año, es indispensable establecer el comportamiento de la demanda de emisión de moneda nacional por parte de los agentes económicos. En ese sentido, se requiere que la misma esté en función del objetivo de inflación y del crecimiento económico estimado. Es por ello que para 2001 se esperaría que la emisión del banco central aumente 10% en el año.

Compatible con la oferta de emisión debe resultar el comportamiento de la actividad crediticia del banco central, medida por medio de la variación de sus Activos Internos Netos -AIN-. Dentro de este rubro, se ha considerado que uno de los principales factores de inyección o contracción de liquidez sería el comportamiento que a lo largo del año observen los depósitos del gobierno central, vínculo por medio del cual se puede evaluar el apoyo de la política fiscal a la monetaria. En ese sentido, teniendo como referencia únicamente las cifras del presupuesto de ingresos y egresos fiscales para 2001, se estima que en dicho año el gobierno monetizaría la economía en Q32.0 millones. Adicionalmente, tomando como base el impacto monetario contractivo que observó el resto de entidades oficiales durante 2000, se podría esperar que en el siguiente año el resto del sector público no financiero monetice aproximadamente Q110.0 millones.



Un factor de contracción monetaria importante sería la posición que mantengan los bancos del sistema en el Banco de Guatemala. Al respecto, se estima que, debido a que continuaría el proceso de fortalecimiento de la intermediación financiera, los bancos alcanzarían normalizar el ritmo de captaciones de recursos del público. Ello conllevaría a un incremento del saldo del encaje en el año y, por consiguiente, una desmonetización de alrededor de Q620.0 millones. En lo que respecta al crédito de banca central hacia los bancos del sistema, se esperaría no otorgar financiamiento y, de acuerdo con el programa de amortización previsto para el año, se esperaría una amortización de Q198.0 millones.

Un rubro de inyección de liquidez estaría constituido por el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia. Al respecto, conviene comentar que su resultado estaría influenciado, principalmente, por los pagos de intereses de las operaciones de mercado abierto realizadas en 2000, por lo que se estima para 2001 un efecto monetizante de aproximadamente Q996.0 millones.

Consistente con el comportamiento de los AIN del Banco de Guatemala estaría el resultado de la monetización de origen externo. De esa cuenta, una mayor (menor) contracción de la actividad crediticia interna del banco central, medida como una reducción (ampliación) del saldo de los AIN, daría espacio a una mayor (menor) monetización de origen externo, lo cual significaría que podría estimarse una ganancia (pérdida) de Reservas Monetarias Internacionales. En ese sentido, si para 2001 se parte de una primera estimación (piso), congruente con un nivel estimado de activos internos netos sería factible mantener un nivel de reservas monetarias internacionales para 2001 similar al que se observaría al cierre de 2000. En contraste, una reducción mayor en los activos internos netos significaría un mayor flujo de reservas internacionales netas.

Dentro del diseño de la política monetaria, cambiaria y crediticia, las OMAs constituirían el principal instrumento de ajuste para la liquidez de la economía. En ese sentido, el resultado de esa variable estará en función del comportamiento del resto de factores monetizantes o desmonetizantes que integran los AIN del Banco de Guatemala. Por ende, al estimarse, con base en los factores monetizantes y desmonetizantes un faltante de emisión de alrededor de Q225.0 millones, para 2001, es dable esperar una reducción del nivel de OMAs por ese monto. Cabe indicar que dicha reducción podría ser mayor en la medida en que otros factores tales como la posición con el gobierno central fueran más desmonetizantes durante el año.

Con el objetivo de mantener un seguimiento cercano de los eventos que vayan ocurriendo en el transcurso del año, los cuales pueden afectar el



desempeño de las variables del sector monetario, así como para que las variables monetarias cumplan su función de ser una variable indicativa del desempeño del objetivo de inflación, dichas variables monetarias se revisarían cada trimestre, y se mantendría un horizonte de estimación de doce meses, a fin de explicitar los esfuerzos de credibilidad en el cumplimiento del objetivo de la política monetaria, cambiaria y crediticia de mediano plazo.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2001
En millones de Q.

Concepto	2001
CUENTAS DEL GOBIERNO	
Ingresos	19001
Egresos	21491
Corrientes	14585
Capital	6907
Déficit	2490
(% del PIB)	1.5
Financiamiento Externo NETO	1271
Financiamiento Interno NETO	-285
Negociaciones Brutas	7080
Vencimientos	7365
Otros flujos netos	1473
Variación de Caja	32
FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
Reservas Internacionales Netas	0
RIN US\$	0
Activos Internos Netos	602
Gobierno Central	32
Resto del Sector público	110
Posición con bancos y financieras	-620
Crédito a bancos	-198
Reserva bancaria	-422
Otros	1080
Gastos y productos	996
Otros	84
Operaciones de mercado abierto	0
TOTAL LIQUIDEZ CREADA	602
Demanda de emisión	824
EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE EMISIÓN	225



III. OBJETIVO, META Y VARIABLES INDICATIVAS

A. OBJETIVO CENTRAL

El objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2001, al igual que en años previos, debe ser el de propiciar la estabilidad del nivel general de precios, con la convicción de que esa es la mejor contribución que dicha política puede hacer al logro de un crecimiento sostenible de la producción y el empleo y, por ende, al desarrollo ordenado de la economía nacional.

Complementariamente, y sin poner en riesgo el objetivo fundamental, se deberá continuar moderando la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, acciones que se iniciaron en 2000.

Para ello, nuevamente es preciso indicar que la política monetaria prudente debe verse complementada por acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la política fiscal.

B. META DE POLÍTICA

Congruente con lo anterior, se estima prudente establecer como meta de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2001 que el ritmo inflacionario no exceda de un rango de entre 4% y 6%, de tal manera que, con base en una disciplina monetaria y fiscal sostenida, se pueda converger en los años subsiguientes hacia una tasa de inflación similar a la de los países industrializados.

C. VARIABLES INDICATIVAS

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

Dentro de ese contexto, se sugiere darle seguimiento a las siguientes variables indicativas de desempeño de la política monetaria para 2001, las cuales se estima que están estrechamente relacionadas con el objetivo y metas de la política.

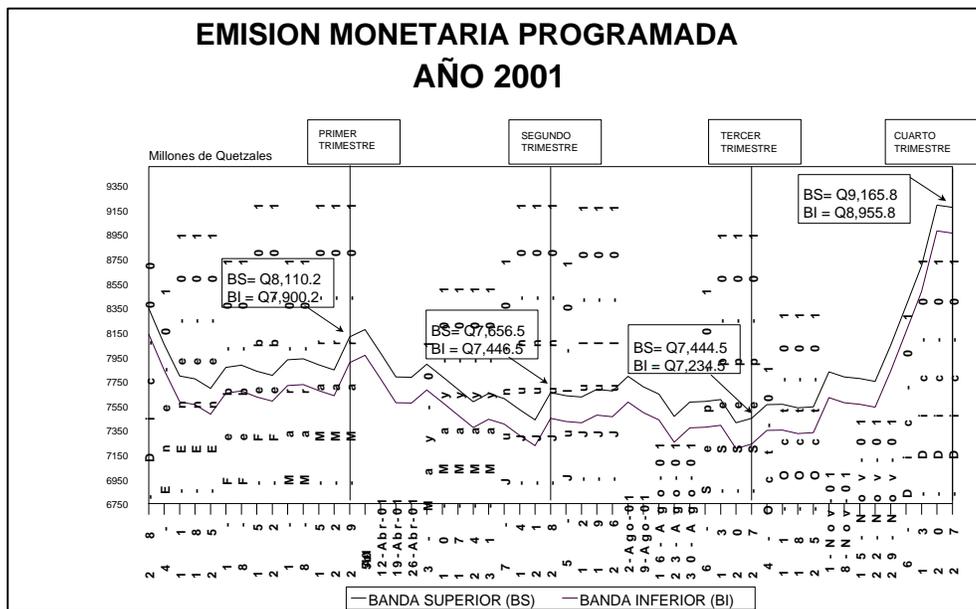
1. Emisión monetaria

Al igual que en 2000, la emisión monetaria se plantea como una de las principales variables a seguir por la autoridad monetaria, en virtud de que, a diferencia de otros agregados y precios macroeconómicos, posee estacionalidad



y tendencias definidas, lo que hace posible predecirla con bastante grado de certeza, por lo que se considera conveniente continuar asignándole una prioridad como variable indicativa del seguimiento del programa monetario.

En vista de que la importancia del seguimiento de esta variable radica en su tendencia, es conveniente programar su comportamiento como un corredor, el cual, a efecto de incorporar los eventos que se vayan generando a lo largo del año podrá revisarse cada trimestre, es decir, que el límite superior e inferior definidos captarían los cambios que se podrían generar en la demanda de emisión de la moneda nacional.



2. Tasas de interés

Si bien por razones teóricas y prácticas no resultaría conveniente adoptar la tasa de interés de corto plazo como única o principal variable de control monetario, es apropiado, con el fin de buscar la estabilidad en el mercado de dinero, continuar dándole seguimiento a la tasa Taylor ajustada, así como a las tasas de interés de paridad, según se comenta a continuación.



a. Tasa parámetro

Como se ha expresado en otras oportunidades la Regla de Taylor es un parámetro que es utilizado para orientar decisiones de participación en el mercado, en virtud de que la misma permite ajustes por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo central de la política monetaria; es decir, incorpora ajustes que minimizan los riesgos de seguir la tasa de interés comentados anteriormente. En el caso de Guatemala, se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, a la cual se le ha denominado tasa parámetro³⁰.

b. Tasa de paridad

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

3. Medios de pago

Con el propósito de incluir distintos conceptos de dinero con diferentes niveles de agregación que pudieran ser indicativos del comportamiento de la creación secundaria de dinero, se sugiere considerar tanto el criterio tradicional de M2, como uno más amplio de M3³¹, para los cuales se plantea un crecimiento interanual consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de precios y con la velocidad de circulación del dinero. En ese sentido, se estima que los medios de pago (M2 y M3), luego de que se normalice el proceso de intermediación financiera, irán recobrando sus niveles históricos compatibles con el objetivo inflacionario. De esa forma, esos agregados podrían crecer entre 12% y 14%, en términos interanuales.

³⁰ Dicha adaptación de la regla de Taylor, a la que el Banco de Guatemala viene dando seguimiento internamente desde 1998, ha sido posteriormente avalada por expertos tales como Frederick Mishkin y Ben Bernanke (ver "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", libro que se resume en el anexo 2).

³¹ M2 incluye el medio circulante más los depósitos cuasimonetarios y bonos de los bancos, en tanto que M3 agrega a M2 los valores en poder del público correspondientes a bonos emitidos por las sociedades financieras y certificados de depósito emitidos por el Banco de Guatemala.



4. Crédito bancario al sector privado

Partiendo del comportamiento de los medios de pago, en donde uno de los principales agregados son los pasivos de los bancos con el público (depósitos), y de la recuperación del proceso de intermediación financiera, se espera que para 2001 los bancos concedan un mayor nivel de crédito, sin descuidar los criterios de calificación del mismo, bajo la premisa de que al no ser así puede existir un mayor deterioro de la cartera vigente. Dado el comportamiento de dicha variable en 2000, así como por los esfuerzos tendentes al fortalecimiento del sector financiero, se esperaría que el crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado podría alcanzar hasta un 14%.

5. Tipo de cambio

En un esquema de tipo de cambio flexible, conviene tener presente en todo momento que la tasa de cambio es un precio y que, por lo tanto, su nivel está determinado por las condiciones fundamentales del mercado, por lo que cualquier estimación de su valor futuro tiene más de deseo (es decir, refleja un nivel que los formuladores de política desearían que se diera por ser compatible con sus metas) que de pronóstico o, mucho menos, de meta de política. En este sentido, es conveniente tener presente que, a raíz del fenómeno de la globalización de los mercados de capitales, el comportamiento del tipo de cambio ha estado determinado de forma fundamental por los flujos de capital, por el desempeño del comercio exterior, por las expectativas de los agentes económicos respecto al desempeño futuro de la actividad económica y por la cantidad de dinero existente en el mercado de dinero. Es por ello que se deberá dar seguimiento al comportamiento del tipo de cambio, tomando en consideración los determinantes antes descritos, así como sus movimientos estacionales.

6. Inflación subyacente

Este indicador muestra las variaciones de precios que tienen más relación con las variables monetarias. Su cálculo se efectúa con base en el índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los componentes de precios que tienen una elevada variabilidad (mayormente estacionales o coyunturales) que, bajo circunstancias normales, no puede ser neutralizada por la política monetaria. En tal sentido, para el cálculo de la inflación subyacente, a la integración del IPC normal se le estarían deduciendo las subagrupaciones de frutas así como de vegetales y legumbres.



7. Índice de condiciones monetarias -ICM-

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

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

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

IV. PROPUESTA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ELEMENTOS PROCEDIMENTALES PARA LA PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO

Derivado del proceso de globalización de los mercados financieros, el mecanismo de transmisión de la política es cada día más complejo. Es por ello que, con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2001, se considera conveniente continuar implementando mecanismos transparentes de participación tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario, basados fundamentalmente en los cinco elementos procedimentales siguientes.

1. Enfoque en el objetivo central

En la conducción de la política monetaria no debe perderse de vista en ningún momento que, de acuerdo con la experiencia del pasado y de otros países, la persecución de múltiples objetivos con un solo instrumento de política ha desembocado en desequilibrios cambiarios y financieros. En razón de ello, uno de los elementos esenciales para operativizar dicha política es el de enfocar las medidas de política monetaria exclusivamente al logro de la estabilidad (sostenible en el mediano plazo).



2. Estabilidad en las tasas de interés de corto plazo

El Banco de Guatemala debe participar, cuando sea necesario, en el mercado de dinero a través de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero –MEBD-, de la Bolsa de Valores, de Licitaciones y de forma directa, a fin de propiciar las condiciones de liquidez en el mercado de dinero que propicien la estabilidad en la tasa de interés de ese mercado. Como indicador de participación se utilizará la Tasa Parámetro, calculada mediante una “regla de Taylor”. Para el seguimiento de la Tasa Parámetro se establecerá un corredor acotado por un límite de +/- dos desviaciones estándar en torno al punto central de dicha tasa.

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

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

3. Adecuación de la oferta de dinero primario

El seguimiento de la cantidad de dinero es un mecanismo importante para asegurar al mercado que el Banco de Guatemala no creará la fuente más elemental de inflación: el exceso de emisión primaria, ya que si ello ocurriera el público elevaría rápidamente sus expectativas inflacionarias lo que, a su vez, resultaría en depreciación cambiaria, alzas en las tasas de interés y ajustes en los precios de los bienes y servicios.

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



particular, el banco central podría eventualmente estar satisfaciendo una demanda de dinero derivada de mayores expectativas inflacionarias³².

A fin de detectar este riesgo y actuar en consecuencia, el Banco de Guatemala deberá dar seguimiento a la trayectoria observada de la emisión, comparándola con la trayectoria programada (la cual es consistente con la meta de inflación). Ciertamente, aunque el programa de emisión ha mostrado en los últimos años ser bastante preciso (con excepción de lo ocurrido en 1999 y primer trimestre de 2000), existen factores que dificultan su estimación, como por ejemplo: (a) la relación entre inflación y emisión, incluyendo sus rezagos, puede cambiar en el tiempo; (b) los supuestos básicos de la estimación pueden no materializarse; y, (c) la relación entre la emisión y las variables que explican su comportamiento puede cambiar en el tiempo. Es por ello que el Banco de Guatemala debe auxiliarse también de las otras variables indicativas que puedan proporcionar mayor información sobre la evolución presente y futura de la inflación.

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

Cabe indicar que el banco central ajusta su emisión a la demanda de dinero estimada mediante variaciones en sus AIN o en sus RIN. De esas dos variables, el banco central tiene un control relativamente más directo sobre los AIN, a través de la realización de OMAs. En tal virtud, a lo largo de 2001 el programa monetario prevé un manejo de las operaciones de mercado abierto en función de los vencimientos de las mismas, así como de la estacionalidad que históricamente ha caracterizado a la emisión monetaria. En ese sentido, se espera que para inicios de año, y alrededor de la mitad del mismo (especialmente en junio, mes en el que se concentra el monto más significativo de vencimientos), será necesario efectuar renegociaciones de CDPs a plazos mayores de un mes a fin de, por una parte, evitar excedentes de liquidez en la economía y, por otra, reprogramar los nuevos vencimientos de manera que coincidan con periodos de necesidad de emisión monetaria. En atención a estas consideraciones, y con el

³² A la inversa, si durante el presente año se hubiese seguido únicamente una regla de tasas de interés, el banco central habría "secado" la liquidez en algunos periodos en que la tasa se mantuvo por debajo de la tasa pasiva del sistema bancario y del límite acotado inferior de la tasa parámetro.



propósito de dar certeza al mercado de que no surgirán presiones inflacionarias, el Banco de Guatemala debe poner especial atención en el seguimiento (trimestral) de sus AIN. Al procurar mantener un comportamiento de los AIN compatible con la emisión programada, cualquier cambio que se produzca en la demanda de emisión observada será absorbido por variaciones en las reservas monetarias internacionales.

4. Flexibilidad ante circunstancias inesperadas

Otro elemento procedimental para la política monetaria es la posibilidad de que el banco central pueda ajustar su posición en caso de que surjan circunstancias adversas inesperadas. Este elemento señala la conveniencia de contar con algún grado de flexibilidad en el manejo de la política monetaria.

El elemento descrito en el apartado anterior, relativo a la adecuación de la oferta de dinero, se enfoca a evitar que el Banco de Guatemala cree excesos de emisión. Desafortunadamente, esto no es garantía suficiente de que se logrará abatir la inflación, ya que en el corto plazo ésta puede surgir de otras fuentes. Por una parte, choques externos pueden ocasionar una depreciación excesiva del quetzal. Por otra, ajustes salariales pueden resultar superiores a la suma de la meta de inflación más el aumento de la productividad; igualmente, pueden producirse ajustes inesperados en los precios de los servicios públicos que produzcan aumentos por una sola vez en el nivel de precios.

Cualquiera de estos eventos podría causar un alza en las tasas de interés que podría contrarrestar las presiones inflacionarias. Sin embargo, puede ocurrir que dicho ajuste automático de las tasas no sea suficiente para asegurar un comportamiento razonable de las expectativas de inflación. Bajo tales circunstancias, el Banco de Guatemala debe considerar la posibilidad de restringir la política monetaria mediante los instrumentos que tenga a su disposición.

En otras palabras, el banco central debe contar con la facultad de ajustar flexiblemente la política monetaria bajo las siguientes circunstancias:

- a) En caso de que, para desvanecer presiones inflacionarias inconsistentes con el logro de la meta de política, sea necesario neutralizar los efectos colaterales de choques exógenos sobre los precios; el propósito de ello reside en hacer los ajustes monetarios necesarios para que los cambios en precios relativos tengan un impacto moderado (por una sola



vez) sobre el IPC, sin que ello se traduzca en un deterioro de las expectativas inflacionarias;

- b) Cuando sea necesario restaurar el orden en los mercados cambiario y de dinero; y,
- c) Cuando se detecten expectativas inflacionarias incompatibles con el logro de la meta de política.

5. Flexibilidad cambiaria

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

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

Asimismo, a fin de reducir la volatilidad en el mercado, el Banco de Guatemala podrá continuar actuando en un esquema de flexibilidad amplia limitada, mediante el cual, al comprar dólares a los precios más bajos y venderlos a los más altos, de acuerdo a las cotizaciones de mercado, al mismo tiempo que ha evitado defender un nivel específico de tipo de cambio, ha logrado en los meses recientes estabilizar la moneda y sentar las bases para que la oferta y demanda de divisas alcancen su equilibrio. Es más, es posible que con sólo que los agentes económicos estén conscientes de que el banco central está dispuesto a comprar y vender divisas, siguiendo esa regla, pueda evitarse la ocurrencia de espirales devaluatorias o revaluatorias³³.

³³ Conviene recordar que cuando a lo largo de 2000 se presentaron presiones devaluatorias, el banco central participó con este esquema vendiendo dólares, logrando preservar la estabilidad sin haber comprometido un monto excesivo de divisas, probando con ello ser un esquema adecuado para reducir la volatilidad en el mercado cambiario.



Cabe indicar que, al participar en el mercado cambiario, el banco central deberá tomar en consideración los factores estacionales y la tendencia del tipo de cambio que, en ausencia de factores especulativos o choques externos, debería seguir una trayectoria de mercado.

B. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Operaciones de mercado abierto

Congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, para 2001 las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de la oferta monetaria ya que son las que menores distorsiones introducen a la economía, permitiendo cumplir con el objetivo de estabilidad de precios. Es por ello que el uso de las mismas se llevaría a cabo tomando en cuenta las necesidades de inyección o contracción de liquidez, de conformidad con el procedimiento descrito.

Cabe indicar que las OMAS serían el instrumento compensador para el manejo de la liquidez de la economía, por lo que en un escenario favorable sería recomendable el apoyo de la política fiscal, lo que permitiría que la realización de OMAS se efectúe sin ocasionar presiones innecesarias sobre la tasa de interés.

2. Encaje e inversión obligatoria

Si bien la reserva bancaria constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito, en los últimos años ésta no se ha venido utilizando para tal fin, más bien ha sido utilizada para efectos de resguardo de liquidez. En este sentido, dado que aún persiste alguna debilidad en el sistema financiero, no sería recomendable una modificación en la tasa de reserva bancaria. Adicionalmente, del análisis del programa monetario para 2001 se pone de manifiesto que tampoco existiría el espacio suficiente para adoptar una modificación en dicha tasa.

Por otra parte, dado el efecto que tiene el encaje sobre la volatilidad de las tasas de interés, se considera conveniente continuar con las medidas contempladas y aplicadas de conformidad con lo que establece el artículo 70 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, en su segunda parte.



C. MEDIDAS PARA FORTALECER EL SISTEMA FINANCIERO

1. Adelantos para atender problemas de liquidez de corto plazo

Si bien la asistencia crediticia del banco central hacia las instituciones financieras puede contribuir al objetivo de estabilizar el mercado de dinero, ésta debe estar orientada únicamente a solucionar problemas de liquidez de corto plazo, a manera de impedir que dichos problemas se exacerben y puedan presionar innecesariamente las tasas de interés, o atentar contra el buen funcionamiento del sistema de pagos; es decir, que dicha asistencia debe ser únicamente una “válvula de seguridad” en respuesta a movimientos inesperados de la liquidez que eventualmente impidan una distribución fluida de las reservas a través del mercado interbancario.

Dentro de este contexto, se considera que los tipos de adelantos que debieran atenderse dentro del marco de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2001 son únicamente los relacionados con problemas de iliquidez de las instituciones financieras, por lo que, tal como se ha establecido en años anteriores, se sugiere que la política se oriente a no otorgar crédito a los bancos y sociedades financieras, salvo para atender problemas de iliquidez de muy corto plazo (hasta 20 días) y a un costo superior al del mercado³⁴. En este sentido, se considera conveniente continuar aplicando lo estipulado en la resolución JM-295-92 y sus modificaciones, agregando un límite de crédito que estaría en función de su capital y reservas (no más del 80%). En todo caso, el sólo hecho de la presentación de una solicitud de adelantos debería generar automáticamente un análisis exhaustivo por parte de la Superintendencia de Bancos, donde se determine si los problemas que enfrenta el banco solicitante son realmente de liquidez o si, por el contrario, evidencian problemas de solvencia, en cuyo caso deberán aplicarse las medidas legales que correspondan.

Respecto a otros tipos de asistencia financiera que pudieran requerir las instituciones bancarias para su reestructuración, al igual que en el año anterior, se considera que estos no debieran enmarcarse dentro de la política monetaria, sino que dentro de una política de saneamiento financiero, bajo la estricta supervisión de la Superintendencia de Bancos y concederse con recursos del gobierno central debidamente presupuestados, para cuyo efecto deberán contemplarse las reformas legales que sean necesarias.

³⁴ Esta política refleja la aplicación de los llamados “Principios Clásicos de Bagehot” utilizados como estándar por la mayoría de bancos centrales para actuar como prestamista de última instancia.



2. Crédito con recursos externos

En cuanto al crédito con recursos externos, se sugiere mantener la política de que el Banco de Guatemala no contrate financiamiento en el exterior. En los casos que la Junta Monetaria considere conveniente, autorizará a los bancos del sistema a contratar directamente líneas de crédito con el exterior para financiar actividades productivas relacionadas con el comercio exterior o con proyectos de desarrollo.

En todo momento el Banco de Guatemala debe evitar participar en operaciones financieras que, por una parte, no correspondan a actividades de banca central y, por otra, puedan poner en riesgo su posición patrimonial derivado de la asunción de costos mayores a los beneficios que puedan recibir en una operación, o que lleven implícitos coberturas de carácter económico-financiero o que tiendan a privilegiar a sectores determinados, pues ello conllevaría la introducción de distorsiones al mercado financiero, obstruyendo la correcta asignación de recursos que efectúa el mecanismo de oferta y demanda.

3. Captaciones en monedas extranjeras y proyecto de ley de libre negociación de divisas

En un entorno de globalización financiera es conveniente propiciar instrumentos financieros que permitan a las instituciones nacionales competir en igualdad de condiciones con las del resto del mundo. En ese sentido, la recepción de depósitos en monedas extranjeras por dichas instituciones sería un mecanismo que facilitaría a los intermediarios financieros administrar los recursos disponibles en otras monedas, a la vez que permitiría a los agentes económicos contar con mayores opciones de inversión y ahorro.

En ese contexto, se considera conveniente que para 2001 la Junta Monetaria, en caso de que el Congreso de la República apruebe el Proyecto de Ley de Libre Negociación de Divisas, apruebe el reglamento que norma la recepción de depósitos en moneda extranjera por parte de los bancos del sistema, la normativa prudencial asociada a la intermediación en moneda extranjera, así como las demás disposiciones que sean necesarias para operar dentro del marco de esa ley. Estas acciones permitirían establecer un marco legal que garantice, en el contexto de una política macroeconómica estable y disciplinada, la libertad cambiaria de los agentes económicos, como un paso adicional para propiciar la confianza y generar nuevas inversiones tanto nacionales como extranjeras.



4. Impulso a las reformas legales

En el marco del Programa de Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional, que incluye el fortalecimiento de la intermediación financiera, la supervisión, del banco central, y del mercado financiero no bancario, es de central importancia que la autoridad monetaria continúe impulsando la discusión y aprobación de los anteproyectos de Ley de Bancos y Grupos Financieros, Ley de Supervisión Financiera, Ley Orgánica del Banco de Guatemala y Ley Monetaria, así como que emita y difunda su opinión sobre otros cuerpos legales tales como la Ley de la Actividad Aseguradora.

Con las reformas legales mencionadas se persigue fortalecer al sistema financiero nacional y su supervisión, ya que proporcionaría un marco legal general que brindaría mayor certeza jurídica y contribuiría a la eficiencia, solidez, transparencia y competitividad de las instituciones financieras, bajo un enfoque preventivo, coadyuvando con ello al desarrollo de la economía nacional y al fortalecimiento de la confianza del público ahorrante e inversionista. Con la aprobación de dichas leyes se cumplirá con los objetivos de la Matriz del Programa de Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional, y por ende, se estaría dando un paso trascendental en el ordenamiento macro-financiero del país.

D. MEDIDAS PARA APOYAR LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Coordinación con la política financiera del sector público

Como se ha indicado en ocasiones anteriores, la coordinación entre la política monetaria y la política financiera del sector público debe entenderse como un compromiso de las diversas instituciones del Estado con la estabilidad macroeconómica. Dicha coordinación es fundamental para el éxito de la política monetaria, ya que la ejecución presupuestaria es uno de los principales factores que determinan la creación de emisión monetaria en la economía.

En ese sentido, se sugiere buscar el apoyo del gobierno (incluyendo instituciones autónomas y bancos estatales que recaudan impuestos) a la política monetaria mediante la implementación prudente y coordinada de sus políticas financieras, en un marco de compromiso con la estabilidad macroeconómica.



Finalmente, se considera conveniente que la Junta Monetaria recomiende al Organismo Ejecutivo profundizar sus esfuerzos por sanear las finanzas públicas, a fin de garantizar el apoyo permanente a la estabilidad de precios y a la reducción sostenible de las tasas de interés.

2. Fortalecimiento financiero del banco central

Como se expresó, el papel de la política fiscal, mediante la eliminación del déficit fiscal estructural, constituye un requisito indispensable para mantener las condiciones de estabilidad macroeconómica y para propiciar niveles adecuados de tasas de interés que estimulen el ahorro y la inversión. De esa cuenta, el apoyo que, en términos monetarios, el gobierno aporte al banco central, permitiría reducir el nivel de participación del Banco de Guatemala en el mercado de dinero a través de operaciones de mercado abierto. Dicho apoyo es un factor determinante para el adecuado diseño de una política monetaria que coadyuve a reducir las tasas de interés sin poner en peligro el logro del objetivo fundamental de estabilidad de precios.

En ese sentido, es conveniente indicar que en resolución JM-1-95 del 12 de enero de 1995, la Junta Monetaria recomendó al Ministerio de Finanzas Públicas que, como resultado de la privatización de activos estatales, destinara prioritariamente dichos recursos a recapitalizar el banco central, con el objetivo de amortizar anticipadamente su deuda con el Banco de Guatemala. Asimismo, se plasmó en el Presupuesto General de Ingresos y Gastos del Estado, Ejercicio Fiscal 1997 que el gobierno trasladaría en forma definitiva al Banco de Guatemala el cincuenta por ciento de los recursos que se obtendrían de la privatización de activos estatales.

Además es importante mencionar que, en resolución JM-90-2000, se recomendó al Organismo Ejecutivo para que, por medio del Ministerio de Finanzas Públicas, capitalizara al Banco de Guatemala con los recursos depositados en dicha institución provenientes de la privatización de activos del Estado. Dicha privatización de activos que se llevó a cabo en el periodo 1998-2000 ha permitido al gobierno aumentar sus depósitos en el Banco de Guatemala por alrededor de Q5,115.0 millones. Sin embargo, la referida capitalización no se ha llevado a cabo y más bien parte de los recursos ya han sido utilizados. En efecto, al 30 de noviembre de 2000 el saldo de tales recursos asciende a Q2,359.2 millones.

A fin de evitar que estos recursos continúen siendo una potencial fuente de monetización, sería recomendable que en 2001 el gobierno, por medio del Ministerio de Finanzas Públicas, destine los recursos necesarios para el fortalecimiento financiero del Banco de Guatemala, como una contribución al logro



del crecimiento sostenido de la economía, o en su defecto los destine para liquidar el déficit cuasifiscal que se produzca. Ello permitiría, a la vez, cumplir con lo establecido en la Matriz de Política Económica 2000-2004, en el sentido de mantener esterilizados los recursos de las privatizaciones para, en un futuro inmediato, fortalecer el patrimonio del Banco de Guatemala.

3. Mejora del sistema de pagos

Los procedimientos para efectuar las transacciones financieras y liquidación de pagos han adquirido un alto grado de complejidad y riesgos, lo cual hace que los mecanismos que las regulan, controlan, coordinan y apoyan, como el caso de la compensación de documentos y pagos de efectivo, se tengan que adecuar a las nuevas tendencias y tecnología, logrando así que las operaciones financieras se realicen con mayor celeridad, eficiencia y seguridad, todo lo cual conlleva a mejorar la eficiencia de la política monetaria. El proceso de compensación y liquidación de cheques no ha escapado a este fenómeno, razón por la que la mayoría de los países ha modernizado dichos procesos, adecuándolos a las condiciones prevalecientes en el mundo financiero globalizado.

Para el caso específico de Guatemala, el mecanismo de compensación de cheques es predominantemente manual, y es por medio de él que se transfieren y liquidan la mayoría de operaciones financieras en el país. Sin embargo, dadas las ventajas que presentan actualmente los mecanismos de compensación electrónica y, además, la necesidad que plantea el mundo financiero actual que demanda celeridad y seguridad en la ejecución de traslado de recursos financieros, surge la necesidad de modernizar el sistema de pagos.

En ese proceso se considera conveniente priorizar la compensación electrónica de cheques para hacer más ágiles los procesos de compensación y reducir los altos costos y riesgos implícitos del proceso de compensación manual actual.

La modernización de la compensación de cheques contribuye de manera importante a reducir la exposición al riesgo crediticio, operacional, de defraudación, de liquidez y legal de los participantes en el sistema de pagos. Asimismo, contribuye a la eficiencia del sistema de pagos, ya que la liquidación de las transacciones se torna mayormente oportuna. Adicionalmente, un mecanismo moderno en la compensación de cheques permite al banco central disminuir sus riesgos como liquidador de la cámara de compensación, lo que aumenta la eficiencia de la política monetaria.



Es por ello que se considera necesario llevar a cabo las acciones para que opere la compensación electrónica de cheques, para lo cual se dictaría la normativa correspondiente. Es importante indicar que la liquidación de las operaciones derivadas de la compensación electrónica sería realizada por el Banco de Guatemala de acuerdo a lo que establecen los principios básicos de los sistemas de pagos establecidos por el Banco de Pagos Internacionales.

4. Amortización anticipada de la deuda externa del Banco de Guatemala

La Junta Monetaria en Resolución JM-264-92 del 3 de junio de 1992 conoció la estrategia para el manejo de la deuda externa del Banco de Guatemala, la cual indicaba, entre otros aspectos, que dicha institución no continuaría contratando financiamiento externo para apoyo de la balanza de pagos, sino que los esfuerzos se dedicarían a optimizar el manejo financiero externo, en procura de reducir los costos del endeudamiento externo existente, que se constituyen en pérdidas operacionales del Banco de Guatemala.

Sobre esa base, se dejó de contratar directamente financiamiento externo y, paralelamente, se permitió que cada usuario o institución financiera obtenga directamente el financiamiento en el exterior en condiciones de mercado. Este procedimiento, además de brindar un marco de reglas claras en materia de financiamiento, ha permitido una reducción sustancial en la deuda externa del Banco de Guatemala, al pasar de US\$806.4 millones en 1991 a US\$106.0 millones a noviembre de 2000.

Actualmente, el adecuado flujo de divisas y el respaldo que brinda el nivel de reservas monetarias internacionales (alrededor de US\$1,800 millones) permiten sugerir que el Banco de Guatemala podría realizar una amortización anticipada de su deuda externa, sobre todo, tomando en consideración que una parte de esa deuda se encuentra devengando intereses por encima de lo que perciben las reservas monetarias internacionales. En ese sentido, un criterio que podría adoptarse para tal fin es la cancelación de aquellos préstamos que precisamente impliquen un costo financiero superior al rendimiento que perciban las reservas monetarias internacionales. La cancelación anticipada, además de brindar un mensaje positivo a la comunidad financiera internacional, a nivel interno significaría eliminar un pasivo, contribuyendo por esa vía a aminorar las pérdidas operacionales que el Banco de Guatemala incurriría en el futuro, en el caso de que surjan cambios abruptos en el entorno financiero internacional (por ejemplo en tasas de interés).



V. RECOMENDACIÓN

Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria aprobar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2001, así como las medidas complementarias a la misma, conforme al proyecto de resolución anexo al presente dictamen.