



**INFORME DEL
PRESIDENTE DEL
BANCO DE GUATEMALA,
ANTE EL HONORABLE
CONGRESO DE LA
REPÚBLICA**

GUATEMALA, ENERO DE 2012





BANCO DE GUATEMALA

EDGAR B. BARQUÍN DURÁN
PRESIDENTE

18 de enero de 2012

Excelentísimo Señor Presidente:

Me complace dirigirme a usted para hacer referencia a su oficio del 17 de enero de 2012, en el que me manifiesta que, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Artículo 60 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se acordó que el día 19 del presente mes, a partir de las 9:30 horas, en mi calidad de Presidente del Banco de Guatemala, comparezca ante el Honorable Congreso de la República para rendir informe circunstanciado, en el que debo dar cuenta de los actos y políticas del Banco Central en el ejercicio precedente, con énfasis en el cumplimiento del objetivo fundamental del Banco, así como explicar los objetivos y políticas previstas para el ejercicio corriente.

En razón de lo anterior, me permito remitirle el informe a que se refiere la disposición legal citada, el cual me permitiré presentar el día y hora indicados.

Aprovecho la ocasión para reiterarle las muestras de mi más alta y distinguida consideración y estima,

*Diputado
Gudy Rivera Estrada
Presidente
Congreso de la República
Su Despacho*

Anexo: lo indicado

ÍNDICE
INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL
HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

PRIMERA PARTE
RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2011

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	CONSIDERACIONES EVALUATIVAS	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL	1
C.	PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	3
	1. Inflación	3
	2. Sector real	4
	3. Sector externo	4
	4. Sector bancario	4
	5. Sector fiscal	5
D.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA	5
III.	PANORAMA MACROECONÓMICO	5
A.	MUNDIAL	5
	1. Crecimiento económico y principales indicadores	5
	2. Los riesgos del crecimiento económico mundial	14
	3. Las economías emergentes continúan desacelerándose de manera gradual, pero tienen que enfrentar un entorno externo más desfavorable	14
	4. Volatilidad en los mercados financieros	16
	5. Los precios internacionales de algunas materias primas se han estabilizado, pero permanecen en niveles elevados	19
	6. Inflación mundial en 2011	21
B.	NACIONAL	22
	1. La actividad económica	22
	2. La evolución del sector externo	25



3. La coyuntura de las finanzas públicas	27
4. Sistema bancario	32
IV. OBJETIVO FUNDAMENTAL	37
V. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	37
A. INFLACIÓN	37
1. Comportamiento del ritmo inflacionario a diciembre de 2011	37
2. Inflación subyacente	41
3. Inflación importada	41
4. Inflación en otros países de la región	42
B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012	44
1. Ritmo inflacionario total proyectado	44
2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	44
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	44
1. Diagrama de abanico	44
D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	45
E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS	45
1. Tasa de interés parámetro	45
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	46
F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	46
G. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	47
1. Emisión monetaria	47
2. Medios de pago	47
3. Crédito bancario al sector privado	48
4. Tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, del sistema bancario (en M/N y en M/E)	51
5. Tasa de interés de operaciones de reporto al plazo de 1 día	51



VI. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 2011	52
A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER	52
B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	54
1. Por plazo	54
2. Por fecha de vencimiento	54
3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria	54

SEGUNDA PARTE
POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. ASPECTOS GENERALES	56
II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL	56
A. CRECIMIENTO ECONÓMICO	56
B. INFLACIÓN	59
C. PRINCIPALES RIESGOS DEL PANORAMA GLOBAL	61
III. PANORAMA INTERNO	64
A. PERSPECTIVAS DEL SECTOR REAL	64
B. PERSPECTIVAS DEL SECTOR FISCAL	66
C. PERSPECTIVAS DEL SECTOR EXTERNO	67
D. PERSPECTIVAS DEL SECTOR MONETARIO	71
E. PROYECCIONES, PRONÓSTICOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	73
1. Proyección econométrica de inflación para 2012	73
2. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	73
3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados	73
IV. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	74
A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA	74
1. Objetivo fundamental	74
2. Meta de política	74
B. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	75
1. Ritmo inflacionario total proyectado	75



2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	75
3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados	75
4. Tasa de interés parámetro	75
5. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	75
C. VARIABLES INFORMATIVAS	75
1. Emisión monetaria	75
2. Medios de pago	75
3. Crédito bancario al sector privado	75
4. Tipo de cambio real de equilibrio	76
5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario	76
6. Tasas de interés de corto plazo	76
D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN	76
1. Objetivo fundamental	76
2. Operaciones de estabilización monetaria	76
3. Flexibilidad cambiaria	76
E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	76
1. Política monetaria	76
2. Política cambiaria	77
3. Política crediticia	78
F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	78
1. Eliminación del mecanismo de recepción de Depósitos a Plazo con el sector privado no financiero, por medio de la ventanilla	78
2. Información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores	78
3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (<i>overnight</i>)	78
4. Información sobre liquidez bancaria	78



5. Información de las operaciones en el mercado cambiario	78
6. Información del mercado de divisas a plazo	78
7. Coordinación con la política fiscal	78
8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	78
9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia	79
ANEXOS	80
ANEXO 1	81
REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS	81
ANEXO 2	82
CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012	82

INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

PRIMERA PARTE

RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2011

I. INTRODUCCIÓN

Para dar cumplimiento al mandato legal dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, el Presidente del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a enero de 2012. Se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de este objetivo, realizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer al logro del desarrollo económico del país.

II. CONSIDERACIONES EVALUATIVAS

A. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-161-2010 del 23 de diciembre de 2010, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, en la que estableció una meta de inflación de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2011 y de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2012. Asimismo, estableció una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual con un horizonte de convergencia de 3 años.

B. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2011 se fueron deteriorando en el transcurso de dicho año (en particular durante el cuarto trimestre) y persistieron las diferencias en el crecimiento de la actividad económica entre países avanzados y emergentes, lo que se asocia, fundamentalmente a cuatro factores. El primero tiene que ver con el crecimiento de los Estados Unidos de América que para el primer semestre de 2011 fue desalentador y acrecentó los temores respecto a una posible contracción de su actividad

económica. Esta preocupación si bien se moderó ante los resultados que se evidenciaron en el tercer trimestre del referido año, continúa latente el riesgo de una desaceleración ante la intensificación de los problemas en Europa, que había resistido bien el primer trimestre de 2011, pero que mostró una clara tendencia a la desaceleración en el segundo y tercer trimestres de dicho año. El segundo factor, se refiere a la intensificación de la crisis de deuda soberana en Europa y el posible contagio de los países de la periferia de Europa hacia países más grandes ante la preocupación sobre la efectividad de los mecanismos para garantizar la liquidez en la región que han implementado las autoridades europeas, si se materializará un escenario de mayor estrés en la Zona del Euro. El tercer factor, se relaciona con el desempeño del sistema financiero europeo y sus efectos en la actividad real que magnifica el riesgo de una desaceleración económica más profunda y, el último factor, se refiere al incremento, a nivel mundial, de la aversión al riesgo, lo cual ha venido incrementando la volatilidad en los mercados financieros de Europa aumentando significativamente los *spreads* de deuda soberana, incluso en países con fundamentos macroeconómicos más sólidos como Italia y Francia.

En ese plano, se anticipó que el ritmo de recuperación económica mundial para finales de 2011 continuaría siendo heterogéneo, dado que en las principales economías avanzadas seguirá siendo modesto, mientras que en las emergentes y en desarrollo podría continuar sólido, principalmente en las economías de Asia Emergente, América del Sur y de algunas de África, debido a mejores condiciones de acceso al crédito internacional, a las mejores cotizaciones de las materias primas (café, cobre y petróleo), así como a una mayor demanda interna en estos países. Sin embargo, un deterioro significativo del entorno externo genera riesgos a la baja, dado que podría inducir a una caída en los precios de las materias primas, lo que junto con el incremento mundial de la aversión al riesgo (que ocasionaría una reducción abrupta en los flujos de capital hacia las economías emergentes), afectaría la actividad económica de este grupo de



países. Por el momento, se avizora que la desaceleración económica será un “aterriaje suave”, por lo que un cambio en dicha expectativa dependerá, principalmente de que se logre el consenso político en Europa para adoptar medidas concretas, coordinadas y extraordinarias para resolver la crisis de la deuda soberana a efecto de evitar un contagio a otras regiones del mundo.

En el caso de muchas economías emergentes y en desarrollo se debe destacar que actualmente gozan de fundamentos macroeconómicos más sólidos, lo que les provee un margen en el manejo de sus políticas económicas; sus finanzas públicas son más fuertes y podrían adoptar medidas que compensen alguna debilidad de la demanda externa, además las que subieron sus tasas de interés de política monetaria durante 2011 hoy cuentan con espacios para poder ajustarlas en caso se requiera de una política más acomodaticia. Los riesgos principales se contraen a: 1) una disminución de la actividad mundial podría provocar una disminución en los precios de las materias primas, por lo que los países exportadores verían reducidos sus ingresos de manera importante, lo cual es especialmente relevante para América del Sur, en tanto que para otros países el aumento o el sostenimiento de precios de materias primas en niveles elevados reduciría los espacios para una política monetaria acomodaticia, lo cual es importante para economías pequeñas y abiertas como las de Centroamérica; 2) una demanda externa más débil puede afectar la recuperación en el ritmo de actividad económica de los países más dependientes del comercio con las economías avanzadas e incidir en los niveles de recaudación, lo que complicaría los procesos de consolidación fiscal iniciados con posterioridad a la crisis global de 2008-2009. Aun con esos riesgos parecería existir en este momento un amplio consenso entre los organismos internacionales y en círculos de analistas económicos internacionales en cuanto a que si bien puede haber una desaceleración económica en las economías emergentes, ésta será moderada. En el mediano plazo estas economías tendrán que continuar realizando esfuerzos por aumentar los niveles de productividad y competitividad para seguir registrando crecimientos sostenibles; y 3) el comportamiento de los mercados financieros generó en 2011 flujos de capital a las economías emergentes aunque en menor magnitud que los observados en 2010, que si bien aún permanecen en dichas economías plantean el riesgo de que

ante un escenario adverso podrían desacelerarse lo cual les dificultaría el manejo macroeconómico.

Con relación a los precios de las materias primas, los conflictos geopolíticos en el Oriente Medio y en el Norte de África, los efectos de los desastres en Japón (terremoto, *tsunami* y emergencia nuclear) y la incertidumbre en torno a la crisis de deuda en la Zona del Euro continuaron impactando los precios internacionales de las materias primas, en especial el del petróleo. La estabilidad a corto plazo del mercado petrolero dependerá, luego del crecimiento vigoroso experimentado hasta finales de 2010, tanto de la moderación del crecimiento de la demanda del crudo, como de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros países productores independientes a dicha organización. Por su parte, los precios internacionales del maíz y del trigo, también se han estabilizado, aunque permanecen en niveles elevados; el primero, por el aumento en la demanda de la República Popular China; y el segundo, por la influencia de condiciones climáticas adversas que han afectado la producción.

En lo relativo a los mercados financieros internacionales, en 2011 se registraron episodios de volatilidad, derivados de un escenario económico más incierto y adverso. Las perspectivas menos optimistas sobre la evolución de la economía de los Estados Unidos de América, la intensificación de los problemas de deuda en la Zona del Euro y las constantes revisiones a la baja de las calificaciones de crédito soberano de algunas economías de la periferia de la Zona del Euro, han sido algunos de los factores que afectaron, especialmente, a los mercados de renta variable. En particular, se observaron en la Zona del Euro aumentos en el diferencial de bonos soberanos a 10 años respecto de los bonos alemanes.

Las principales bolsas de los Estados Unidos de América y de Europa registraron caídas significativas, debido a que prevaleció el criterio denominado *flight to quality*. En esa dirección, el comportamiento en los mercados bursátiles y de renta fija hacia activos percibidos como más líquidos y seguros generó una mayor preferencia por los títulos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 y 30 años, a pesar del anuncio de una rebaja en la calificación soberana de ese país por parte de una agencia calificadora, en agosto de 2011.

A pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que las



condiciones financieras fueron propicias para el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo en 2011, dado que en la mayoría de estas economías el crédito bancario se mantuvo sólido y la búsqueda de rendimientos siguió estimulando las entradas de capital e incrementando la liquidez interna.

Respecto de la inflación mundial, la inflación total y la inflación subyacente, éstas aumentaron durante 2011. En las economías emergentes las presiones inflacionarias se mantuvieron relativamente elevadas mientras que en las principales economías avanzadas aminoraron, aunque en algunos casos la inflación se situó en niveles históricamente altos como en el Reino Unido. La evolución de los precios estuvo asociada, principalmente, al fuerte y sostenido aumento en el precio de las materias primas, particularmente del petróleo. El FMI estima que la inflación en las economías avanzadas podrían registrar a finales de 2011 un crecimiento de 2.3% (2.0% en 2010). En las economías emergentes y en desarrollo, la presión inflacionaria comenzó a ceder en el cuarto trimestre de 2011, aunque moderadamente, debido, en parte, a las reducciones registradas en los precios de las materias primas y a las acciones anticipadas de los bancos centrales para contener el rápido dinamismo de la demanda interna. El FMI prevé que si los precios de los alimentos y de la energía se mantienen estables, la inflación se situaría en 7.0% en 2011 (6.7% en 2010). La diferencia entre los pronósticos de la inflación para las economías avanzadas y en desarrollo radica, principalmente, en la mayor proporción que representan los alimentos y combustibles en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) en las economías en desarrollo, aunado a que el crecimiento en éstas es más acelerado y, por tanto, presentan mayores presiones de demanda interna.

C. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

1. Inflación

El ritmo inflacionario, medido por la variación interanual del IPC, se situó a diciembre de 2011 en 6.20% levemente por arriba del límite superior de la meta establecida por la autoridad monetaria para 2011 (5.0% +/- 1 punto porcentual). La evolución del ritmo inflacionario ha estado influenciada tanto por factores externos como internos y se ha reflejado principalmente en los rubros de *alimentos y bebidas no alcohólicas; vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y transporte.*

Entre los factores externos que incidieron en el nivel de precios destaca el comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas, los cuales mantuvieron una fuerte tendencia al alza hasta abril de 2011 y, aunque se estabilizaron a partir de dicho mes, permanecieron en niveles por encima de los de 2010. En el caso del precio internacional del petróleo, éste reflejó los conflictos geopolíticos en el Medio Oriente y en el Norte de África, en tanto que los precios internacionales del maíz y del trigo, que tuvieron un comportamiento similar al del petróleo reflejaron la reducción en los inventarios y las condiciones climáticas adversas para la producción de los mismos. El comportamiento de los referidos precios internacionales incidió en que la inflación importada explicara, en promedio, alrededor del 25% del ritmo inflacionario total.

En cuanto a los factores internos, destaca el dinamismo que mostró la demanda interna y que se asocia a un ritmo de crecimiento de la actividad económica estimada para 2011 de 3.8%, superior al estimado inicialmente y que a lo largo del referido año se reflejó en el comportamiento dinámico del IMAE, de los ingresos tributarios, del comercio exterior y del crédito bancario al sector privado. Asimismo, la inflación subyacente a diciembre de 2011 permaneció alta al situarse en 5.27% (3.06% a diciembre de 2010), lo que evidenció la existencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. También habrían incidido efectos de segunda vuelta validados por el mayor ritmo de expansión en el crecimiento económico.

Con base en la información disponible, los pronósticos de inflación total utilizando métodos econométricos (que corresponden a una proyección sin medidas de política monetaria) se ubicarían en 5.93% para finales de 2012 y en 5.89% para finales de 2013, en ambos casos por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para dichos años, situación que anticiparía la necesidad de mantener una postura de política monetaria restrictiva a efecto que la inflación converja a su meta de mediano plazo (4% +/- 1 punto porcentual) y para anclar las expectativas de inflación, dado que éstas aún permanecen fuera de meta (5.94% para diciembre de 2012 y 5.62% para diciembre de 2013, de acuerdo a la encuesta de expectativas económicas efectuada en diciembre de 2011).



2. Sector real

En el contexto descrito las condiciones externas continuaron siendo favorables para la economía guatemalteca a lo largo de 2011. Situación que se reflejó en los resultados positivos del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) correspondiente al tercer trimestre de 2011, la evolución favorable de indicadores de corto plazo, como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a noviembre de 2011, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) llevada a cabo en el tercer trimestre de dicho año, la información reciente de asociaciones de productores, de gremiales y de entidades públicas, así como la evaluación preliminar de los efectos de la Depresión Tropical 12-E en la economía nacional¹, información que permitió a los departamentos técnicos del Banco de Guatemala revisar las estimaciones de crecimiento real del PIB para 2011 a 3.8% (2.8% en 2010), ubicándose por arriba del límite superior del rango proyectado en mayo de 2011 (2.9% a 3.5%). Dicho comportamiento reflejó la evolución de la demanda externa por parte de los principales socios comerciales de Guatemala que se mantuvo muy dinámica a lo largo de 2011, lo que aunado al incremento en los precios internacionales de los principales productos de exportación, habría incentivado a aumentar los volúmenes de producción agrícola. Por su parte, la mayor demanda externa contribuyó a elevar el dinamismo de la actividad manufacturera textil, mientras que la aceleración en el crecimiento económico del resto de países de la región permitió un aumento en las ventas a Centroamérica. En cuanto a la demanda interna, ésta continuó mostrando un comportamiento dinámico, situación que se reflejó en el ritmo de crecimiento, en términos reales, del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios, en el ingreso de divisas por remesas familiares y en la recuperación del crédito bancario al sector privado.

3. Sector externo

El comercio exterior de Guatemala evolucionó positivamente en 2011, congruente con la mayor demanda de los principales socios

¹ En noviembre de 2011, una misión multidisciplinaria liderada por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) evaluó los daños y pérdidas ocasionadas por la Depresión Tropical 12-E sobre la economía en su conjunto, estimando que por dicho fenómeno climático se espera una reducción de 0.14 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB para 2011.

comerciales del país. En efecto, las exportaciones FOB a noviembre de dicho año en términos de valor, crecieron 25.2%, en tanto que las importaciones CIF lo hicieron en 21.9%, mientras que las remesas familiares crecieron 6.1% a diciembre, lo que contribuyó a que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se situara en 3.6% del PIB, el cual fue financiado por ingresos netos de capital privado (de los cuales alrededor de US\$850.0 millones correspondieron a Inversión Extranjera Directa) y público, principalmente, provenientes de préstamos con organismos financieros internacionales. El resultado de la balanza de pagos se reflejó en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas que registraron al 31 de diciembre de 2011 un monto de US\$6,187.9 millones, lo que cubriría 4.3 meses de importaciones (superior al estándar internacional de 3 meses de importaciones).

Durante 2011, el tipo de cambio nominal mostró un comportamiento acorde a su estacionalidad; sin embargo, registró cierta volatilidad, lo que activó la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, la cual permitió moderar dicha volatilidad, sin alterar su tendencia. Dentro del marco de flexibilidad cambiaria, al 31 de diciembre de 2011 las compras netas de divisas por activación de la regla de participación ascendieron a US\$181.1 millones (compras por US\$436.2 millones y ventas de US\$255.1 millones).

4. Sector bancario

El Informe del Sistema Financiero al 30 de septiembre de 2011, elaborado por la Superintendencia de Bancos, en lo relativo al indicador de solvencia del sistema bancario que relaciona el patrimonio respecto a los activos totales, mostró una disminución de 1.4 puntos porcentuales al pasar de 10.7% en septiembre de 2010 a 9.3% en septiembre de 2011 (variación que fue influenciada por la distribución de utilidades y el vencimiento de obligaciones subordinadas, así como por el aumento de los activos netos). Se considera que el referido indicador evidencia que el sistema bancario se mantiene solvente.

Con relación a la liquidez del sistema bancario, el informe señala que las entidades bancarias presentaron posiciones promedio de encaje legal positivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y que el riesgo de crédito, medido por la calidad de la cartera crediticia, mejoró respecto de septiembre de



2010, ya que el indicador de cartera vencida respecto de la cartera total disminuyó al pasar de 2.7% a 1.8%. En cuanto al indicador de rentabilidad éste se ubicó en 21.2%, mayor en 3.4 puntos porcentuales al registrado al mismo mes de 2010 (17.8%), lo que denota una mejora en la eficiencia del sistema bancario, como consecuencia del aumento en el margen de utilidad.

5. Sector fiscal

La situación financiera del Gobierno Central al 31 de diciembre de 2011 registró un déficit fiscal de 2.9% del PIB (menor al registrado en igual fecha de 2010), en línea con las estimaciones del Ministerio de Finanzas Pública.

En el comportamiento de las finanzas públicas destacaron dos aspectos. El primero, asociado a la evolución favorable de la recaudación tributaria, derivada, principalmente, del comportamiento dinámico de la actividad económica y de la aplicación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), en tanto que el segundo aspecto se relacionó con la ejecución presupuestaria, la cual fue afectada de manera adversa por el efecto que sobre la ejecución presupuestaria tuvo el atraso en la aprobación de algunos préstamos que se previeron como fuentes externas en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011.

D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

Como resultado de las presiones inflacionarias observadas a lo largo de 2011, que como se indicó provinieron tanto de factores de oferta como de demanda, la Junta Monetaria revisó en ocho ocasiones la tasa de interés líder de política monetaria decidiendo el 23 de febrero mantenerla en 4.50%; el 30 de marzo la elevó en 25 puntos básicos; el 27 de abril y el 29 de junio la mantuvo en 4.75%; el 27 de julio la incrementó a 5.00%; el 29 de septiembre la elevó en 50 puntos básicos; y la mantuvo en 5.50% el 26 de octubre y el 30 de noviembre. Para las decisiones indicadas Junta Monetaria tomó en consideración los factores de orden externo, los riesgos inflacionarios, debido a la volatilidad observada en los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), y la mayor incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial; y en el orden interno, tomó en cuenta las presiones de demanda agregada, así como los

efectos de segunda vuelta, derivados de los choques externos, y las expectativas de inflación.

III. PANORAMA MACROECONÓMICO

A. MUNDIAL

En este apartado se analiza el comportamiento reciente de la economía mundial y se plantean los riesgos del escenario internacional.

1. Crecimiento económico y principales indicadores²

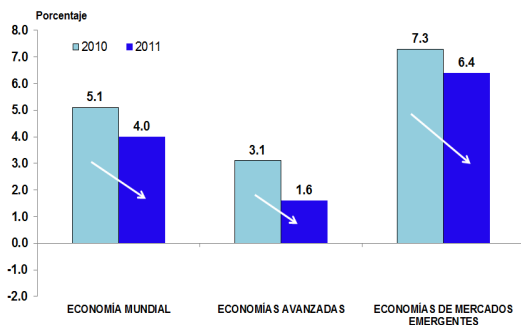
a) Crecimiento económico mundial ininterrumpido, pero moderado y desigual

Luego de la recuperación en el ritmo de actividad económica mundial ocurrido en 2010, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el crecimiento de la economía mundial en 2011 cerró en alrededor de 4% (por arriba del promedio de las tres últimas décadas de 3.3%) reflejo de crecimientos a dos velocidades, por una parte, las economías avanzadas, cuyo crecimiento estimado para 2011 (1.6%) ha sido bastante moderado y estaría reflejando dificultades en las cadenas de producción industrial³, mercados laborales con altos niveles de desempleo, pérdida de confianza de los consumidores y de los inversionistas, la propagación de los disturbios en la región de Oriente Medio y el Norte de África, la intensificación de la crisis de deuda soberana en Europa y las restricciones políticas para llegar a acuerdos creíbles sobre los procesos de consolidación fiscal de mediano plazo, así como de apoyos financieros suficientes para aquellos países con graves problemas de solvencia o contagiados por la alta aversión al riesgo por parte de los inversionistas y; por la otra, las economías emergentes con un crecimiento económico acelerado y más sólido, el cual se estimó en 6.4%, asociado, principalmente, a una mayor demanda interna, mayores flujos de capital y crecimientos dinámicos de las exportaciones.

² Basado en *Perspectivas de la Economía Mundial*. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2011.

³ Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la producción mundial de automóviles se redujo en 30.0% en los dos meses subsiguientes a los desastres ocurridos en Japón.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO
2010 - 2011^{2/}
(Variación Interanual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Septiembre 2011. al Cifras proyectadas para 2011. Observadas para 2010.

RECUADRO 1
ENFRENTANDO LOS DESAFÍOS FISCALES PARA REDUCIR LOS RIESGOS ECONÓMICOS

El entorno fiscal a nivel mundial aún está sujeto a un alto grado de riesgo, aun cuando muchos países han avanzado en la corrección de déficits fiscales importantes. En la Zona del Euro, muchos países están dando pasos significativos para reducirlos, a la vez que han definido planes a mediano plazo y se han comprometido a fortalecer las instituciones fiscales; sin embargo, los diferenciales en los costos del financiamiento han aumentado significativamente en las economías más grandes, como Italia y España, lo cual es una señal de que el comportamiento de los mercados puede variar de forma abrupta. En Japón y en los Estados Unidos de América, los avances hacia la definición y ejecución de planes de ajuste fiscal han sido más limitados, pero las tasas de interés permanecen en niveles históricamente bajos. En los Estados Unidos de América se llegó a último momento a un acuerdo para elevar el techo de la deuda, pero la incertidumbre política que precedió al acuerdo evidenció los grandes desafíos que se deberán superar para implementar el ajuste fiscal en el futuro. Esto quedó reflejado en la decisión de *Standard and Poor's* de bajar la calificación de la deuda de ese país. En cuanto a las economías emergentes, en donde el ajuste fiscal a mediano plazo que se necesita es, en general menor, en algunos casos la orientación fiscal no es lo suficientemente restrictiva, si se toma en cuenta las presiones inflacionarias y el rápido crecimiento resultado del fuerte influjo de capitales.

Un crecimiento más rápido puede ayudar a acelerar la consolidación fiscal y las reformas estructurales. En cuanto al marco de resolución de crisis, las medidas para flexibilizar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera son positivas. Los países deben actuar sin demora para implementar dichas medidas y para seguir dando señales claras de que están dispuestos a tomar otras medidas que sean necesarias para apuntalar la confianza en la Zona del Euro. La velocidad y la intensidad con que las presiones financieras se propagan en la Zona del Euro deberían servir de advertencia para Japón y los Estados Unidos de América. Las tasas de interés bajas en esos dos países obedecen en parte a factores estructurales que difícilmente cambiarán en el corto plazo. No obstante, esto también denota el importante grado de compromiso que los gobiernos de estos países han proyectado entre los inversionistas, aun cuando muchos de los indicadores fiscales no son mejores que los de muchos países europeos.

Fuente: *Monitor Fiscal: Enfrentando los desafíos fiscales para reducir los riesgos económicos*. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2011.

b) Crecimiento en las economías avanzadas

Como se indicó, el FMI prevé para las economías avanzadas, en su conjunto, una tasa de crecimiento de 1.6% para 2011, debido, en parte, a una débil recuperación del consumo privado, el cual ha estado afectado por el deterioro de la situación patrimonial de las

familias y por la debilidad del mercado laboral, así como por un mercado inmobiliario que continuó deprimido.

En el caso de los Estados Unidos de América, la fragilidad que aún presentan los balances de los hogares y de las empresas, el retiro del estímulo fiscal y las mayores tensiones en Europa (económicas, financieras y ahora



políticas), deterioraron notablemente la confianza de las empresas y la de los hogares con efectos directos sobre el gasto del consumidor. Cabe indicar que la reactivación del consumo de las familias también estuvo limitada por la debilidad de los mercados laboral e inmobiliario. Durante la crisis global de 2008-2009, la tasa de desempleo llegó a alcanzar un máximo de 10.1%, fluctuando desde entonces en torno a 9.0%. En 2011, más del 40.0% de los desempleados estuvo cesado por más de seis meses y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo se mantuvieron, en promedio, por arriba de 400,000. En el mercado inmobiliario, el exceso de viviendas disponibles que prevalece desde la reciente burbuja inmobiliaria ha restringido nuevas construcciones, lo que aunado al creciente número de ejecuciones hipotecarias y a condiciones crediticias más restrictivas, mantuvo el precio de las viviendas en niveles bajos, lo cual también tuvo efectos adversos en la riqueza de las familias. Ante ese escenario, el FMI estimó que el crecimiento para éste país se ubicará en 1.5%, debido al brusco deterioro de la confianza de los agentes económicos y a la mayor incertidumbre en cuanto al desempeño económico mundial, aspectos que afectaron la inversión empresarial y el consumo privado. Es por ello que el FMI considera que las políticas económicas deben buscar un equilibrio entre apoyar la recuperación de corto plazo e iniciar un proceso de consolidación fiscal de mediano plazo que sea creíble. Aunque la economía estadounidense ha estado sujeta a presiones inflacionarias recientemente, el FMI considera que debe mantenerse el actual relajamiento monetario, pero apoyándose además en medidas no convencionales como la segunda expansión cuantitativa (*Quantitative Easing II*), que contempló la compra de acciones por US\$600 mil millones y que venció en junio de 2011. En esa línea, la Reserva Federal ha expresado su intención de mantener la tasa de interés objetivo en los niveles actuales (0.0% - 0.25%) hasta mediados de 2013 y antes de junio de 2012 extender la madurez de sus certificados mediante la compra de US\$400 mil millones en certificados del tesoro de largo plazo, financiado con la venta de certificados de corto plazo (Operación *Twist*⁴). En el ámbito fiscal, el relajamiento de la política fiscal continuó durante 2011 y luego del déficit primario registrado en 2010 de 7.7%, el FMI

estimó que éste cerrará en 7.0% en 2011. Es importante tomar en cuenta que estas medidas de estímulo a la demanda agregada aún no han logrado acelerar el crecimiento económico; por lo que, en adición a una política fiscal que mande señales creíbles en el mediano plazo y que difiera el ajuste fiscal en varias etapas para no afectar la actividad económica en el corto plazo, se requiere de políticas orientadas a recuperar la confianza del inversionista y del consumidor, mejorar el clima de negocios y fortalecer el marco regulatorio en el sistema financiero. Por ejemplo, el proyecto de ley de empleo estadounidense (*American Jobs Act*) busca reducir significativamente la contracción fiscal a corto plazo y un efecto neutral en el presupuesto del Estado a mediano plazo; sin embargo, todavía no se cuenta con un plan de ajuste de mediano plazo que establezca la deuda, pues el acuerdo alcanzado en agosto de 2011 sobre el límite de la deuda no incluyó reformas del sistema de pensiones ni medidas que permitieran elevar los ingresos tributarios y quedó lejos de cumplir con la estrategia de lograr un ahorro presupuestario de US\$4 billones en los próximos doce años.

En la Zona del Euro, la presión de los elevados precios de las materias primas sobre los ingresos disponibles reales y la consolidación fiscal puesta en marcha, así como al efecto de la intensificación de la crisis de deuda soberana, principalmente en Grecia, Portugal e Irlanda, afectaron la confianza de los consumidores y de las empresas en toda la zona, lo que también incidió en la significativa desaceleración de la actividad económica de la región, así como en el contagio hacia algunas economías más grandes de la región (especialmente, Italia, Francia y Bélgica). Dados los problemas de solvencia tanto de la banca como de algunos de los Estados miembros de la Zona del Euro, en 2011 tuvieron lugar una serie de reuniones del G-20 y de los políticos de Europa con el propósito de identificar medidas orientadas a resolver la crisis de la deuda soberana, a fortalecer los marcos de políticas macroeconómicas y de estabilidad financiera, así como a analizar una serie de medidas a implementar por parte de los países miembros de la Zona del Euro para proteger dicha moneda, incluyendo la creación del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEFF). Cabe destacar que a partir de la intensificación de los problemas en Grecia aumentó la incertidumbre, lo que ocasionó que se condicionaran algunos de los tramos de asistencia financiera a dicho país tanto de la Unión Europea como del FMI. Es por ello que

⁴ Medida que busca modificar la curva de rendimientos, cambiando títulos de deuda a plazos inferiores a tres años por títulos a plazos de entre 6 y 30 años.



ante la preocupación de un eventual contagio hacia el resto de la región, el gobierno griego negoció un nuevo programa de asistencia financiera, pero la falta de consensos políticos entre las autoridades europeas, se reflejaron en una alta volatilidad y poca recuperación de los índices accionarios, así como en un endurecimiento en las condiciones de acceso a los mercados financieros no sólo de los países con problemas de deuda, sino en aquellos con fundamentos macroeconómicos más sólidos, incidiendo en constantes revisiones a la baja de las calificaciones soberanas y de la banca y en aumentos en las primas de riesgo de los bonos emitidos por dichos gobiernos. Entre las medidas adoptadas para tratar de resolver la crisis de deuda, destacan la ampliación de las facultades del FEEF, incremento en las facilidades de liquidez y la aprobación de un mecanismo para la recapitalización bancaria y, en el caso de Grecia, se logró que un acuerdo en el que el sector privado participará en la reestructuración de la deuda de dicho país. Entre otras medidas, el Banco Central Europeo retomó la compra de bonos de España e Italia con el objetivo de limitar un eventual contagio hacia las economías más grandes de la región. Hasta la fecha dichas medidas no han logrado recuperar la confianza de los inversionistas tanto en la región como en otras partes del mundo, lo que ha provocado una intensificación en la aversión al riesgo a nivel mundial.

En Japón, el desempeño de la actividad económica se vio fuertemente perjudicado por los efectos de los desastres naturales (terremoto y *tsunami*) en la producción industrial del país, la destrucción de plantas industriales y la pérdida de capacidad de generación eléctrica, debido a la emergencia nuclear, desempeño que se tradujo en tasas de crecimiento negativas durante el primer semestre de 2011; sin embargo, a partir del tercer trimestre se evidenció una sustancial mejora en su actividad económica, impulsada por aumentos en las exportaciones y en el consumo, así como por la recuperación en la cadena de suministros que permitió que los niveles de producción y de ventas al exterior se ubicaran en los valores previos a los desastres naturales. No obstante, para 2011 el FMI estimó una contracción económica de 0.5%, debido al efecto acumulado de las contracciones observadas en el primer semestre de dicho año. Ante un escenario de baja inflación, el Banco de Japón mantuvo su tasa de interés de política monetaria en un rango de 0.0% - 0.10%, así como un programa de

inyección de liquidez por medio de la compra de activos.



RECUADRO 2 LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA, SUS ORÍGENES Y POSIBLES IMPLICACIONES EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL

Derivado de las pérdidas de los bancos europeos en las inversiones en hipotecas *Subprime* en el mercado estadounidense, hubo un cambio drástico de sus inversiones hacia lo que consideraron un refugio seguro: los bonos emitidos por los países de la Zona del Euro, que se visualizaba como una unión monetaria inquebrantable.

La crisis política y financiera que priva en dicha región ha provocado que la mayoría de la deuda soberana de los países de la Zona del Euro se haya convertido en un activo altamente riesgoso, enviando temores de que la crisis actual puede tener efectos globales similares a los ocurridos con la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers* hace más de tres años.

Desde la introducción del Euro en 1999, hasta el comienzo de la crisis de las hipotecas *Subprime*, los *spreads* de los bonos soberanos en la Zona del Euro se movían en rangos muy limitados, con una mínima diferenciación entre países. Dicha homogeneidad era cuestionable, dados los diferentes grados de riesgo que la crisis se encargó de revelar. La crisis de deuda soberana puede ser vista en cuatro fases:

1. De julio de 2007 (inicio de la crisis de las hipotecas *Subprime*) hasta septiembre de 2008 (antes de la quiebra de *Lehman Brothers*) los bonos soberanos de Alemania y los de otros de países importantes de la región, se beneficiaron de flujos de inversión que buscaban un refugio más seguro (*flight-to-quality*). No obstante, algunos países de la periferia vieron subir el rendimiento de sus bonos, en la medida que la aversión global al riesgo aumentó y castigó a los emisores con calificaciones menores. En esta fase, en general, los fundamentales eran sólidos y respaldaban los bonos soberanos, porque todavía los déficits fiscales y los niveles de deuda eran estables, por ello los aumentos en los *spreads* (medidos como el rendimiento del bono soberano de un país respecto del bono soberano de Alemania) no fueron tan significativos y todavía no se diferenciaba marcadamente el nivel de riesgo entre los países de la Zona del Euro, dado que el nivel de riesgo se asociaba al deterioro financiero a nivel global y no a vulnerabilidades intrínsecas de cada economía.
2. Luego de la quiebra de *Lehman Brothers* (septiembre de 2008) hasta marzo de 2009, la crisis se intensificó en Europa y los diferenciales de los bonos soberanos respondieron rápidamente a la debilidad de los sistemas financieros internos. Sin embargo, ésta era una situación que al mismo tiempo era congruente con lo que pasaba a nivel global donde la bancarrota de *Lehman Brothers* estaba elevando las primas de riesgo en todas partes del mundo. Lo relevante fue que el incremento significativo de los diferenciales en Europa estuvo acompañado por una diferenciación de la situación económica de los países.
3. Entre abril y septiembre de 2009 se da una respuesta sistémica a la crisis financiera, por lo que todos los diferenciales de los bonos soberanos cayeron, ante una menor probabilidad de tensión financiera, lo cual favoreció a otros países en la región. Esta corrección fue mayor en los bonos emitidos por Italia y Grecia, cuyos diferenciales se habían incrementado notablemente.
4. La última fase que inició en octubre de 2009, se caracteriza por una amplia interrelación entre el choque financiero y el de la deuda soberana, en el que no sólo se incrementó el estrés financiero y este afectó el diferencial soberano, sino que después el aumento del riesgo soberano causó problemas a los sectores financieros de la región. Lo más relevante, quizás fue que los diferenciales fueron aumentando en relación con las características propias de cada país, de manera directa por el deterioro de sus fundamentos o indirectamente por el contagio proveniente de otros países de la región. Aunque inicialmente los países más afectados fueron Grecia, Portugal, Irlanda y España, actualmente los diferenciales de otros países también se han visto incrementados a niveles históricamente altos, principalmente Italia, Francia, Bélgica y Austria. En esta fase, la crisis de la deuda soberana, también se vuelve una crisis política, lo que adiciona restricciones a la adopción de medidas que puedan ser más efectivas para frenar la crisis. La intensidad de la crisis financiera en la Zona del Euro se ha magnificado debido al débil desempeño económico de las economías de la región, lo cual dificulta los procesos de consolidación fiscal.

Si bien la estabilidad financiera global no se ha visto afectada por los problemas en Europa, sí vale destacar algunos riesgos latentes, como el hecho de que los bancos europeos no sólo son grandes, sino también globales, por lo que ante una quiebra de los mismos el contagio a nivel mundial podría tener efectos adversos significativos. Hasta el momento, lo que es claro es que la estabilidad financiera en la Zona del Euro sí se está deteriorando significativamente y que en un horizonte cercano debe efectuarse una revisión profunda del marco de estabilidad financiera en la Zona del Euro que asegure la efectiva disciplina del mercado y que fortalezca la gobernanza de las instituciones financieras.

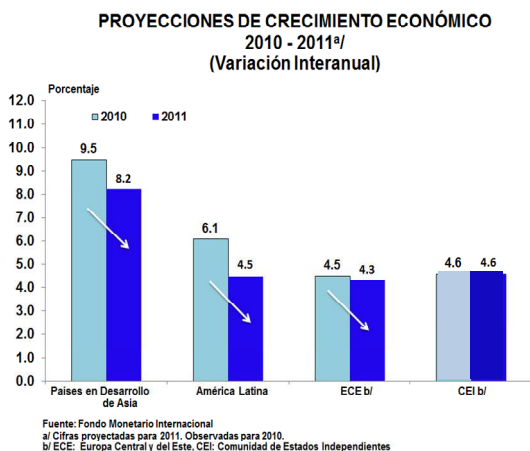
Existe cierto consenso entre expertos internacionales de que la crisis en la Zona del Euro requiere convencer a los mercados que Europa puede adoptar medidas profundas y extraordinarias, lo cual ayudaría a recuperar la confianza. Algunas de las dificultades más relevantes para la adopción de tales medidas, se relacionan con el

adecuado tratamiento del problema de riesgo moral que se deriva de los rescates financieros y con el establecimiento de una institucionalidad supranacional en la región que defina la condicionalidad de los paquetes de asistencia financiera y que limite de manera efectiva los niveles futuros de endeudamiento de los emisores soberanos de la zona. En todo caso, la situación actual es compleja, pero un manejo coordinado e integrado de la crisis, apoyado por un fortalecimiento en el marco regulatorio y en la supervisión financiera, hará más fácil enfrentar dicha complejidad.

Fuente: *Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?* Cáceres, Carlos; Guzzo, Vincenzo; y Segoviano, Miguel. Fondo Monetario Internacional. Mayo de 2010. *Financial Crisis and Sovereign Risk: Implications for Financial Stability.* Strauss-Khan, Dominique, opening remarks. Fondo Monetario Internacional. Marzo de 2011. *From Financial Crash to Debt Crisis.* Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth, American Economic Review. Agosto de 2011. *Strengthening the Financial Stability Framework of the EU.* Chopra, Ajai. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011. *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip.* Mody, Ashoka y Sandri, Damiano. Fondo Monetario Internacional. Noviembre de 2011.

c) Sólido crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

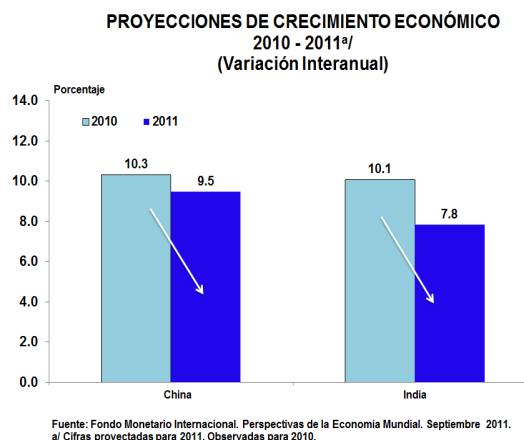
Las economías emergentes y en desarrollo a pesar de la débil demanda externa continuaron expandiéndose en 2011 (6.4% en promedio), debido principalmente a la fortaleza de la demanda interna, aunque a un ritmo más moderado que en 2010 (7.3% en promedio).



i) Países en desarrollo de Asia

La actividad económica en los países en desarrollo de Asia se mantuvo firme, en respuesta a una aceleración en el crecimiento de la demanda interna, dado el fuerte crecimiento del crédito al sector privado y reflejada en el aumento en los precios de los activos. Las dos principales economías de la región, la República Popular China e India, continuaron liderando el crecimiento económico mundial con cierta moderación respecto a 2010, pero a tasas elevadas (9.5% y 7.8%, en su orden). La República Popular China buscó moderar su crecimiento económico ante la preocupación de un sobrecalentamiento de su economía, por lo

que durante 2011 implementó una política monetaria restrictiva y retiró algunas de las medidas de estímulo fiscal con el fin de moderar el ritmo de crecimiento de la inversión. En el caso de India, el FMI previó que en 2011 el crecimiento económico sería menos dinámico ante la desaceleración de la inversión privada, debido a los efectos negativos derivados de la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial y de la aplicación de una política monetaria restrictiva orientada a moderar presiones inflacionarias. No obstante, el crecimiento económico en dicho país se ubicaría por arriba del promedio de los últimos 10 años (7.30%).

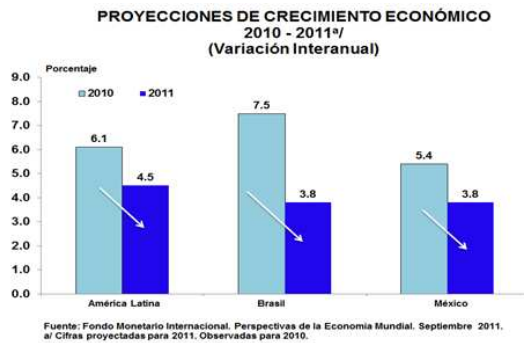


ii) América Latina avanza con crecimientos económicos dispares

Los países de América Latina continuaron experimentando una evolución económica positiva, especialmente aquellos exportadores de materias primas. En dicho comportamiento contribuyó el dinamismo de la demanda interna, la fuerte afluencia de capitales y términos de intercambio favorables; sin

embargo, el ritmo de expansión ha empezado a moderarse, debido, en parte, al cambio adverso en el entorno económico mundial y a los recientes episodios de volatilidad en los mercados financieros. El FMI prevé que el crecimiento económico de la región se moderará, al pasar de 6.1% en 2010 a 4.5% en 2011. Para Brasil y México, las economías más grandes de la región, se espera una moderación con respecto a las tasas de crecimiento registradas en 2010 (7.5% y 5.4%, respectivamente) al situarse en 3.8% en ambos casos. En el caso de Brasil, se debe, en parte, a un entorno externo menos favorable y a las medidas implementadas para evitar un sobrecalentamiento de la economía y moderar los temores respecto al resurgimiento de la inflación. Mientras que, en México refleja los efectos del modesto crecimiento en los Estados Unidos de América.

Para las economías de Centroamérica, la recuperación estuvo impulsada por la demanda interna, por el aumento de las exportaciones agrícolas y por el crecimiento de las remesas familiares. El FMI proyecta que Centroamérica, Panamá y República Dominicana, en conjunto, crecerán cerca de 4.0% en 2011 (4.4% en 2010).





RECUADRO 3
IMPLICACIONES DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

En América Latina, las economías más abiertas de la región seguirán beneficiándose de los altos precios de las materias primas y de las condiciones favorables de financiamiento externo, a pesar de que ambos factores han registrado una mayor volatilidad recientemente. Una recuperación más lenta de lo previsto en las economías avanzadas, implica que se prolongará el período en que las tasas de interés internacionales se mantendrán en niveles bajos; sin embargo, la aversión al riesgo probablemente continuará hasta que las economías avanzadas formulen y adopten planes integrales de consolidación fiscal, por lo que podría esperarse que los flujos de capital se moderen como resultado de la mayor volatilidad en los mercados.

En los países con estrechos vínculos con los Estados Unidos de América, una desaceleración económica de ese socio comercial tendrá un impacto en la región, particularmente en México que depende del comercio exterior y América Central y el Caribe que dependen, además de los flujos de remesas familiares, de líneas de crédito y del turismo. Los flujos de remesas familiares se han visto perjudicados por interacciones negativas entre los mercados laboral e inmobiliario de la economía estadounidense, principalmente, porque el desempleo entre los hispanos se sitúa por encima del promedio de 9.0% y la mayoría de trabajadores se ubica en sectores de mano de obra poco calificada (construcción, extracción, transporte y servicios), en los que la crisis ha impactado.

La materialización de los riesgos a la baja tendría graves consecuencias adversas. Una reducción en las economías avanzadas podría dar lugar a una brusca desaceleración en las economías emergentes de Asia y, a su vez, a un cambio de tendencia de los precios de las materias primas y de la afluencia de capitales, lo cual afectaría particularmente a los países de América del Sur que son exportadores de materias primas. Sin embargo, un descenso mayor de los precios de las materias primas (en especial el petróleo y sus derivados), ayudaría a reducir las presiones inflacionarias y amortiguar el impacto en las economías de América Central y el Caribe que se verían afectadas por una desaceleración en los flujos de remesas familiares y turismo.

En el mediano plazo, una mayor incertidumbre sobre el panorama fiscal en los Estados Unidos de América, podría resultar en un aumento de las tasas de interés en el mercado estadounidense, afectando a aquellos países de la región cuyos sectores bancarios y empresariales dependen del financiamiento externo. No obstante, aunque en el corto plazo se espera que se mantengan los flujos de inversión, esta situación podría cambiar si los desafíos fiscales en la economía estadounidense no son debidamente atendidos.

Fuente: *Perspectivas Económicas Las Américas: Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política.* Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011



CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS 2010 - 2011 (Variación Porcentual)

	2010	2011 ^{Py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	5.1	4.0
Economías avanzadas	3.1	1.6
Estados Unidos de América	3.0	1.5
Zona del euro	1.8	1.6
Japón	4.0	-0.5
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	7.3	6.4
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	9.5	8.2
República Popular China	10.3	9.5
India	10.1	7.8
África Subsahariana	5.4	5.2
Oriente Medio y Norte de África	4.4	4.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.1	4.5
Brasil	7.5	3.8
México	5.4	3.8
Europa Central y del Este	4.5	4.3
Comunidad de Estados Independientes	4.6	4.6
INFLACIÓN ^{2/}		
Economía Mundial	4.2	4.6
Economías avanzadas	2.0	2.3
Estados Unidos de América	1.7	2.5
Zona del euro	2.2	2.3
Japón	-0.4	-0.3
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.7	7.0
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	6.2	6.3
República Popular China	4.7	5.1
India	9.5	8.9
África Subsahariana	6.9	9.4
Oriente Medio y Norte de África	8.9	8.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.6	6.5
Brasil	5.9	6.3
México	4.4	3.3
Europa Central y del Este	5.2	5.5
Comunidad de Estados Independientes	8.9	10.2

^{Py/} Cifras proyectadas

^{1/} Asia en desarrollo la integran los países siguientes: Afganistán, Bangladesh, Bhután, Camboya, Fiji, Filipinas, India, Indonesia, Islas Salomón, Kiribati, Malasia, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papúa Nueva Guinea, República Democrática Popular de Laos, República Popular China, Samoa, Sri Lanka, Tailandia, Timor Oriental, Tonga, Vanuatu, Vietnam.

^{2/} Corresponde a la proyección de fin de período.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, Septiembre de 2011.



2. Los riesgos del crecimiento económico mundial

Los riesgos para el crecimiento de la economía mundial tanto para 2011, los cuales prevalecen para 2012, tendieron a aumentar, debido fundamentalmente a cuatro factores. El primero se relaciona con el desempeño de la economía de los Estados Unidos de América, dado que para el primer semestre de 2011 fue desalentador y acrecentó los temores respecto a una posible contracción de su actividad económica, aunque esta preocupación si bien se ha moderado ante los mejores resultados observados en el segundo semestre de 2011, continúa latente ante la intensificación de los problemas bancarios y políticos de Europa, que ha llevado a dicha región a un proceso de fuerte moderación económica. El segundo factor, se refiere a la intensificación de la crisis de deuda soberana en Europa la cual se ha vuelto más preocupante, dado el posible contagio de los países de la periferia de Europa hacia los países más grandes de la región, pese a que las medidas adoptadas por las autoridades europeas en las dos Cumbres del Euro (27 de octubre de 2011 y 9 de diciembre de 2011) se consideraron adecuadas, aún existe la preocupación por la implementación oportuna de dichas medidas y por la efectividad real de los mecanismos para garantizar la liquidez en la región, en un escenario extremo. El tercer factor, se relaciona con el desempeño del sistema financiero europeo y sus efectos a nivel mundial en la actividad real, factor que podría magnificar el riesgo de una desaceleración económica más profunda. El último factor, se refiere al incremento generalizado de la aversión al riesgo, el cual ya se ha evidenciado en el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, incrementado significativamente los diferenciales de deuda soberana, incluso en países con fundamentos macroeconómicos más sólidos como Italia y Francia. Esta aversión al riesgo implicó salidas de capitales hacia economías emergentes generando en algunos casos apreciaciones cambiarias en los países receptores.

Ante dicho escenario, se anticipa que el ritmo de recuperación económica mundial continuará siendo heterogéneo, dado que en las principales economías avanzadas el crecimiento seguirá siendo modesto, mientras que en las emergentes y en desarrollo podría continuar sólido, debido a condiciones de acceso al crédito internacional más favorables, a las mejores cotizaciones de las materias primas (café, cobre y petróleo), así como a una mayor demanda interna

en estas economías, principalmente en Asia Emergente, América del Sur y de algunas economías de África. No obstante, el fuerte deterioro del entorno externo representa un importante riesgo a la baja, dado que podría inducir una caída importante en los precios de las materias primas, lo que junto con el incremento mundial de la aversión al riesgo (que ocasionaría una reducción abrupta en los flujos de capital hacia las economías emergentes), provocaría una importante desaceleración en la actividad económica de este grupo de países.

En cuanto a los precios de las materias primas, los conflictos geopolíticos en el Oriente Medio y en el Norte de África, los efectos de los desastres en Japón (terremoto, *tsunami* y emergencia nuclear) y la incertidumbre en torno a la crisis de deuda en la Zona del Euro continuaron impactando los precios internacionales de las materias primas, en especial el del petróleo. La estabilidad a corto plazo del mercado petrolero dependerá, luego del crecimiento vigoroso experimentado hasta finales de 2010, tanto de la moderación del crecimiento de la demanda del crudo, como de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros países ajenos a dicho ente. Por su parte, los precios internacionales del maíz y del trigo, también se han estabilizado, aunque permanecen en niveles elevados; el primero, por el aumento en la demanda de la República Popular China y por el incremento como insumo para la producción de etanol por parte de los Estados Unidos de América; y el segundo, por la influencia de condiciones climáticas adversas que han afectado la producción.

Por el momento, se prevé que la desaceleración económica será un aterrizaje suave, y un cambio en las perspectivas dependerá, principalmente, de que se logre el consenso político en Europa para adoptar medidas concretas, coordinadas y extraordinarias para resolver la crisis de la deuda soberana a efecto de evitar un contagio a otras regiones del mundo.

3. Las economías emergentes continúan desacelerándose de manera gradual, pero tienen que enfrentar un entorno externo más desfavorable

Las economías emergentes continuaron creciendo favorablemente en 2011 debido a una demanda interna dinámica y a una demanda externa que aún permanece fuerte. Al respecto, el hecho que los precios y las exportaciones de



aquellas materias primas producidas en algunas regiones como América Latina (en particular, en América del Sur) y Asia permanezcan elevados sustenta las perspectivas de un crecimiento económico dinámico para este grupo de países. Actualmente, muchas de estas economías gozan de fundamentos macroeconómicos más sólidos que les provee un mayor margen en el manejo de sus políticas macroeconómicas, asimismo, sus finanzas públicas son más sólidas y podrían adoptar medidas que compensen alguna debilidad de la demanda externa. Sin embargo, la turbulencia financiera y política en Europa y el débil crecimiento económico en los Estados Unidos de América incidieron en el aumento de la volatilidad de los mercados financieros y de la aversión al riesgo global, lo cual también repercutió en la postura de la política monetaria de dichas economías. Durante el primer trimestre de 2011 algunas de estas economías registraron crecimientos acelerados y riesgos de sobrecalentamiento, que comenzaron a reflejarse en presiones inflacionarias que demandaron acciones de política monetaria orientadas a moderar la rápida expansión del crédito al sector privado mediante incrementos en sus tasas de interés de política monetaria, al mismo tiempo que utilizaron medidas no convencionales para moderar la entrada de capitales la cual había aumentado debido tanto a las mejores condiciones macroeconómicas de las economías emergentes como a la búsqueda de mejores rendimientos por parte de los inversionistas. Una vez las presiones inflacionarias cedieron y se intensificaron los problemas económicos, financieros y políticos en Europa y en los Estados Unidos de América comenzaron a implementar políticas monetarias más acomodaticias ante las expectativas de una desaceleración en la actividad económica mundial.

La moderación del crecimiento económico conlleva a considerar los siguientes riesgos: 1) una disminución de la actividad mundial podría provocar una disminución en los precios de las materias primas, por lo que los países exportadores verían reducidos sus ingresos de manera importante, lo cual es especialmente relevante para América del Sur, en tanto que para otros países el aumento o el sostenimiento de precios de materias primas en niveles elevados reduciría los espacios para una política monetaria acomodaticia, lo cual es importante para economías pequeñas y abiertas como las de Centroamérica; 2) una demanda externa más débil puede afectar la recuperación en el ritmo de actividad económica de los países más

dependientes del comercio con las economías avanzadas e incidir en los niveles de recaudación lo que complicaría los procesos de consolidación fiscal iniciados con posterioridad a la crisis global de 2008-2009. En el caso de los países de la región, al ser importadores netos de materias primas, la reducción del precio de las mismas (en particular petróleo y alimentos) tendría un efecto favorable en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en la inflación, pero podría incidir en una caída en la actividad económica. Aun con esos riesgos existe un amplio consenso en los organismos internacionales y en círculos de analistas económicos internacionales de prestigio que si bien puede haber una desaceleración económica en las economías emergentes, ésta será moderada (por ejemplo, *Consensus Forecast* estima en su informe de noviembre que para 2011 China estaría creciendo 9.1%, el resto de Asia 4.5% y América Latina 4.2%). En el mediano plazo estas economías tendrán que continuar realizando esfuerzos por aumentar los niveles de productividad y competitividad para seguir registrando crecimientos sostenibles; y 3) el comportamiento de los mercados financieros generó flujos de capital a las economías emergentes aunque en menor magnitud que los observados en 2010, que si bien aún permanecen en dichas economías plantean el riesgo de que ante un escenario adverso podrían desacelerarse lo cual dificultaría el manejo macroeconómico en dichas economías.

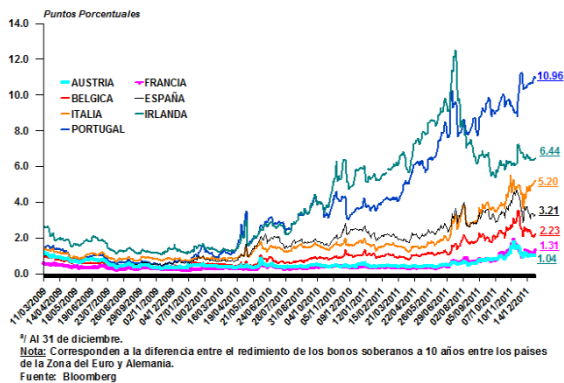
Para evaluar las repercusiones de una crisis en Europa en el sistema bancario de América Latina, el FMI definió dos escenarios posibles. Uno de ellos prevé que si las pérdidas promedio que espera el mercado sobre la exposición a Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España se materializaran, sólo Panamá y Belice experimentarían una reducción significativa del crédito de bancos extranjeros. El otro escenario estima que si las pérdidas fueran mayores a las esperadas, producto de la exposición a estos países, causarían pérdidas para los bancos internacionales, lo cual, suponiendo que no hubiera recapitalización, obligaría a algunos bancos europeos a desapalancarse. En este contexto, América Latina sería una de las regiones más afectadas, dado que se producirían reducciones significativas del crédito de bancos extranjeros en Chile (2.5% del PIB), Brasil (1.5% del PIB) y México (1.25% del PIB). Sin embargo, señala que las condiciones financieras continuarán siendo propicias para el crecimiento, a pesar del aumento de la volatilidad, dado que la

rentabilidad empresarial es sólida y los balances empresariales son relativamente saludables.

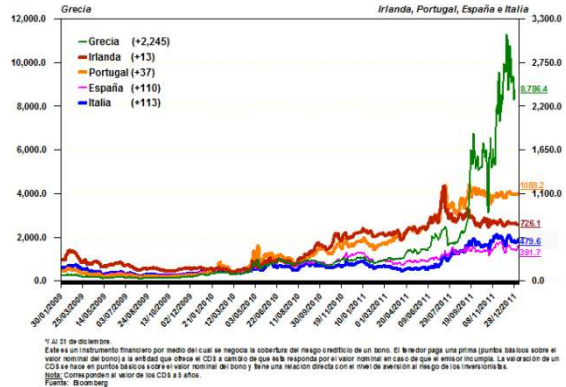
4. Volatilidad en los mercados financieros

En 2011 se registraron episodios de volatilidad en los mercados financieros, derivados de un escenario económico más incierto y adverso. Las perspectivas menos optimistas sobre la evolución de la economía de los Estados Unidos de América, la intensificación de los problemas de deuda en la Zona del Euro y las constantes revisiones a la baja de las calificaciones de crédito soberano de algunas economías de la periferia de la Zona del Euro, afectaron, especialmente, a los mercados de renta variable. En particular, se observaron en la Zona del Euro aumentos tanto en la prima de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps spreads -CDS-*)⁵ como en el diferencial de bonos soberanos a 10 años respecto de los bonos alemanes.

ZONA DEL EURO: DIFERENCIAL DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS RESPECTO DE LOS BONOS ALEMANES
2009 - 2011⁴¹



PRIMA DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DEL DEUDOR (CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD)
2008 - 2011⁴²

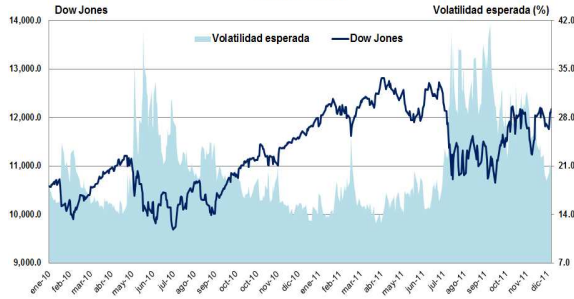


En la denominada Cumbre del Euro, realizada el 27 de octubre de 2011, se acordó que los inversionistas privados cambiaran sus tenencias de deuda soberana griega con un descuento nominal del 50%, que los bancos europeos incrementaran su capital para junio de 2012 y que se mejorará la coordinación de las políticas presupuestarias en los países de la Zona del Euro. A pesar de estas medidas, los mercados nuevamente experimentaron volatilidad, registrándose fuertes aumentos en los diferenciales de los bonos gubernamentales a 10 años de los países miembros de la Zona del Euro respecto de la deuda alemana, aspecto que conllevó a nueva Cumbre del Euro el 9 de diciembre de 2011. En dicha reunión se acordó, entre otros aspectos, que los estados miembros de la Zona del Euro y de la Unión Europea aportarán recursos adicionales al FMI con el objetivo de garantizar la disponibilidad de los recursos necesarios para hacer frente a la crisis de deuda.

Por su parte, las principales bolsas de los Estados Unidos de América y de Europa registraron caídas significativas, cerrando sin ganancias en 2011, debido a que prevaleció el criterio *flight to quality*.

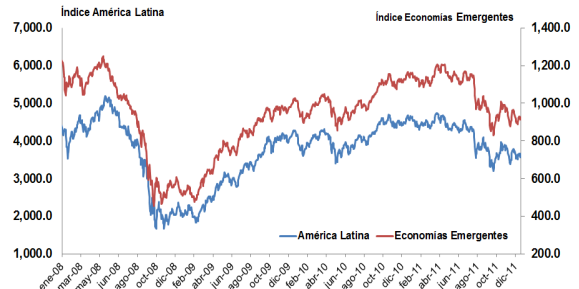
⁵ Es un instrumento financiero por medio del cual se negocia la cobertura del riesgo crediticio de un bono. El tenedor paga una prima a la entidad que ofrece el CDS a cambio de que ésta responda por el valor nominal en caso de que el emisor incumpla.

**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA:
ÍNDICE DOW JONES Y SU VOLATILIDAD ESPERADA
2010 - 2011^{a/}**



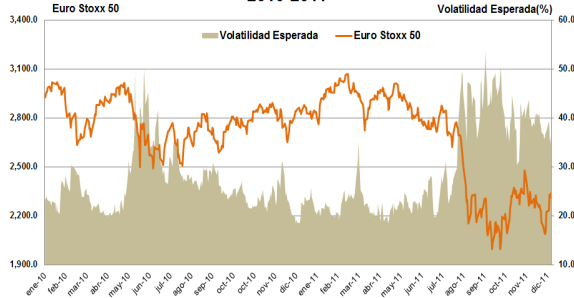
^{a/} Al 31 de diciembre.
El índice de volatilidad esperada corresponde al indicador VIX Dow Jones que mide la volatilidad esperada a 30 días y es calculado en tiempo real por la Chicago Board of Options Exchange, a partir de los precios observados de las opciones del Dow Jones Industrial.

**MSCI: ECONOMÍAS EMERGENTES
Y AMÉRICA LATINA
2008 - 2011^{a/}**



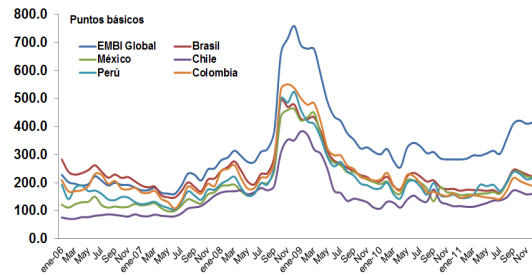
^{a/} 31 de diciembre.
MSCI: Es un índice creado por Morgan Stanley Capital International diseñado para medir el desempeño del mercado accionario. Nota: El índice para América Latina está conformado por 7 países. El índice para Economías Emergentes por 26 países.
Fuente: Bloomberg.

**ZONA DEL EURO:
ÍNDICE EURO STOXX 50 Y SU VOLATILIDAD ESPERADA
2010-2011^{a/}**



^{a/} Al 31 de diciembre.
El índice de volatilidad esperada corresponde al indicador VIX Euro Stoxx 50 que mide la volatilidad esperada a 30 días y es calculado en tiempo real por la Eurex, a partir de los precios observados de las opciones del Euro Stoxx 50.
Fuente: Bloomberg.

**DIFERENCIAL DEL ÍNDICE GLOBAL DE BONOS DE
MERCADOS EMERGENTES^{b/} Y DE ALGUNOS PAÍSES DE
AMÉRICA LATINA
2006-2011^{a/}**



^{a/} Promedio al 31 de diciembre.
^{b/} EMBI GLOBAL SPREAD, El Spread soberano es el premio expresado en puntos base que los inversionistas exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno de un país distinto al de Estados Unidos de América. El EMBI global spread (Emerging Markets Bond Index global spread) es un promedio ponderado de diferenciales soberanos según la capitalización de mercado de cada instrumento.
Fuente: JP Morgan

El comportamiento en los mercados bursátiles y de renta fija hacia activos percibidos como más líquidos y seguros generó una mayor preferencia por los títulos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 y 30 años, a pesar del anuncio de una rebaja en la calificación soberana de ese país por parte de una agencia calificadora en agosto de 2011.

En el caso de las economías emergentes, el índice de *Morgan Stanley Capital International (MSCI)*, que mide el desempeño del mercado accionario, evidenció una merma de 20.0% a partir del segundo semestre de 2011. Similar comportamiento se observó en el índice para América Latina, el cual descendió 19.3% en igual período.

El aumento observado en los costos de financiamiento, medido por medio de los diferenciales de los bonos soberanos se asocia a la volatilidad de los mercados accionarios internacionales; sin embargo, recientemente se han reducido, debido a mejores datos económicos en los Estados Unidos de América y al dinamismo en la actividad económica de las economías emergentes.

A pesar de la mayor volatilidad, el FMI estima que las condiciones financieras fueron propicias para el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo, dado que en la mayoría de estas economías el crédito bancario se mantuvo sólido y la búsqueda de rendimientos continuó estimulando las entradas de capital e incrementando la liquidez interna.

Las mejores perspectivas macroeconómicas para las economías emergentes en relación con las economías avanzadas, en un contexto de búsqueda de mayores rendimientos, impulsaron fuertemente los flujos de capitales hacia las primeras; entre ellas, las de América Latina. Dicho comportamiento incidió en una apreciación cambiaria nominal de las monedas respecto al dólar estadounidense. No obstante, a partir del tercer trimestre de 2011, el aumento de la aversión al riesgo resultó en una desaceleración de los flujos de capitales hacia algunas economías emergentes, repercutiendo en depreciaciones de las monedas, especialmente en México, Chile y Brasil. Sin embargo, ante un escenario de mayor volatilidad y de moderación



en las economías avanzadas, el mercado prevé que la reciente ralentización de los flujos de capitales tendrá carácter transitorio, dada la

expectativa de rendimientos históricamente bajos en las economías avanzadas.

TIPOS DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS

Moneda por US Dólar

Tipo de Cambio	Tipo de Cambio			Variación	
	A1 31-12-09	A1 31-12-10	A1 31-12-11	2010/2009	DIC - 2011/DIC - 2010
Zona del Euro (Euro)	0.698	0.747	0.772	7.08	3.26
Reino Unido (Libra Esterlina)	0.619	0.641	0.643	3.43	0.44
Suiza (Franco)	0.966	0.937	0.938	-3.08	0.16
Japón (Yen)	93.140	81.120	76.910	-12.91	-5.19
México (Peso)	13.085	12.340	13.936	-5.69	12.93
Brasil (Real)	1.740	1.661	1.863	-4.54	12.16
Chile (Peso)	507.450	468.000	519.550	-7.77	11.01
Perú (Nuevo Sol)	2.888	2.806	2.696	-2.83	-3.92
Colombia (Peso)	2,043.780	1,907.700	1,938.500	-6.66	1.61

Fuente: Bloomberg

Nota: Signo negativo significa apreciación.

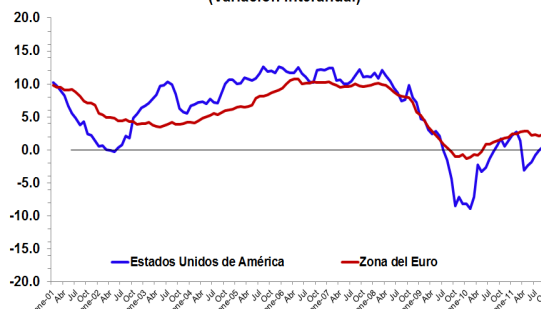
Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes en 2011 alcanzarán la cifra de US\$1,053.0 miles de millones, superior en US\$44 mil millones a la registrada en 2010 (US\$1,009.0 miles de millones). Los flujos hacia América Latina y Asia Emergente, que registraron en 2010 una fuerte alza, podrían moderarse levemente en 2011, mientras que para los países de Oriente Medio se anticipa una contracción significativa, asociada a las recientes crisis políticas.

Se estima que América Latina atraerá US\$256.8 miles de millones en flujos netos privados de capital en 2011 frente a los US\$258.8 del año anterior. El IIF considera probable que los flujos por *carry trade*⁶ continúen en la región de América Latina, derivado de políticas monetarias restrictivas en 2011, ante el aumento en las presiones inflacionarias.

Por último, una característica importante de la evolución económica y financiera mundial en 2011 es la divergencia en las condiciones de los préstamos bancarios entre las economías emergentes y las avanzadas, dado que en estas últimas los altos niveles de apalancamiento que

se acumularon antes de la crisis financiera global aún persisten. Por esta razón, el crédito bancario al sector privado comenzó a crecer recientemente, pero lo hizo a un ritmo lento e inferior al ritmo de crecimiento del PIB nominal. En adición, las preocupaciones relativas a los bonos soberanos de la Zona del Euro se han traducido en tensión en torno a los bancos que tenían exposición en dichos bonos, situación que ha conducido a una inmovilización parcial de los flujos financieros y a una restricción en el otorgamiento de crédito.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO
2001-2011[#]
(Variación Interanual)



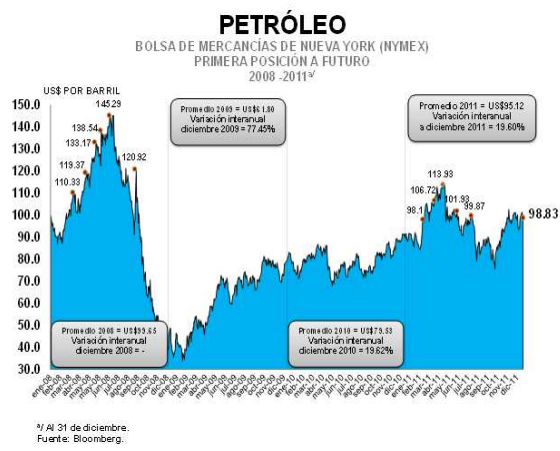
[#] Datos a noviembre.
Fuente: Bancos Centrales

⁶ Consiste en financiarse con activos de bajo rendimiento en una moneda para invertir en instrumentos de mayor rendimiento en otra moneda.

5. Los precios internacionales de algunas materias primas se han estabilizado, pero permanecen en niveles elevados

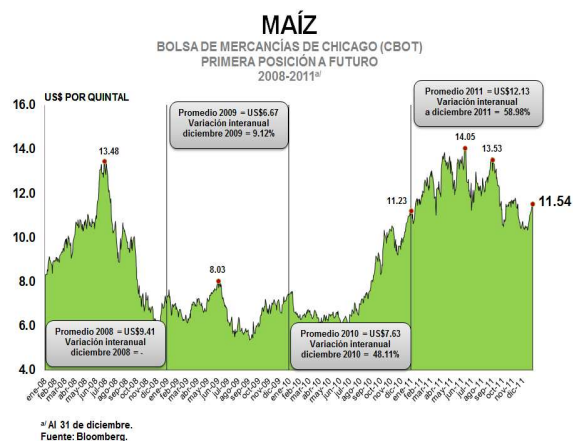
Durante el primer semestre de 2011, los conflictos geopolíticos en Oriente Medio y en el norte de África, así como los efectos de las catástrofes naturales en Japón, impactaron los precios, en especial los del petróleo y aunque mostraron una caída a partir de agosto de dicho año, en los últimos meses de 2011 se incrementaron ante la rigidez de la oferta, especialmente de la OPEP y del dinamismo de la demanda proveniente de varias economías con mercados emergentes. En efecto luego de acercarse en abril de 2011 a valores por arriba de los US\$100.0 por barril, el precio del crudo mostró una tendencia a la baja aunque con episodios de fuerte volatilidad, ubicándose incluso en valores por debajo de los US\$80.0 por barril. Al 31 de diciembre de 2011, el precio promedio anual se ubicó en US\$95.12 por barril. Dicho descenso del precio estuvo asociado a una disminución en la demanda, debido a la ralentización del crecimiento económico mundial, principalmente, por la moderación en el crecimiento económico observado en los Estados Unidos de América, así como por la reducción en la demanda de petróleo por parte de la República Popular China, ante una contención del crecimiento en el sector industrial.

Según el FMI, la estabilidad a corto plazo del mercado petrolero dependerá de dos factores: el primero, de una mayor moderación del crecimiento de la demanda de petróleo y, el segundo, de la oferta tanto por parte de la OPEP como de fuentes ajenas a dicha entidad. A mediano plazo, los precios a futuro revelan que los mercados esperan que los precios se mantengan elevados.



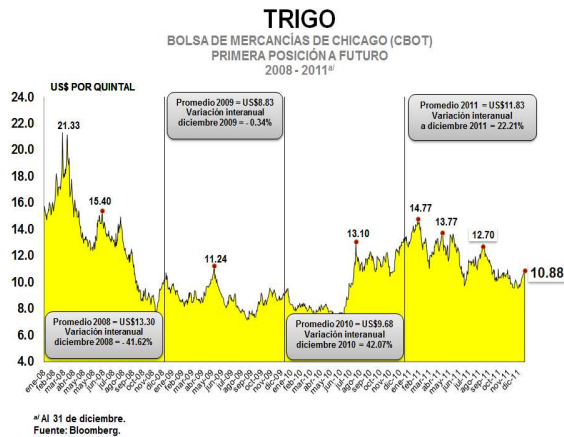
A partir del segundo semestre de 2011, los precios de los alimentos experimentaron una disminución moderada respecto de los máximos observados a principios de año, aunque continuaron elevados en comparación con el mismo período de 2010. En noviembre y diciembre, la mejora de las perspectivas de oferta a corto plazo de algunos cultivos moderó los precios. Sin embargo, el equilibrio en los mercados de los alimentos continuó siendo precario, dado que, en el caso de algunos cultivos importantes como el maíz, los inventarios son bajos y en consecuencia los precios serán muy sensibles a variaciones de las perspectivas de la oferta y la demanda. El riesgo inmediato es que algunos cultivos fundamentales sufran otra ronda de choques de oferta causados por condiciones climáticas adversas.

El precio del quintal de maíz se ha estabilizado en niveles superiores a los observados en 2010. Al 31 de diciembre de 2011, el promedio anual se ubicó en US\$12.13 y representó un incremento interanual de 58.98%, asociado en parte, al aumento en la demanda de la República Popular China. Entre los factores de oferta, destacaron los problemas climáticos que afectaron, más de lo esperado, las áreas de cultivo en los Estados Unidos de América. En el corto plazo, se prevé que el precio del maíz se mantenga en niveles altos, debido a la reducción en inventarios y a los efectos de las condiciones climáticas adversas en el rendimiento de las cosechas.



El precio internacional del trigo, en promedio, fue mayor en 22.21% al registrado en 2010, y obedeció principalmente a los factores siguientes: a) la prohibición de exportaciones en el caso de Rusia; b) la imposición de cuotas por parte de Ucrania; y c) la intensificación del fenómeno de La Niña que afectó severamente a

Australia, uno de los principales productores y exportadores de trigo.



RECUADRO 4 ¿QUÉ TAN DEPENDIENTE DE LAS MATERIAS PRIMAS ES AMÉRICA LATINA?

El grado de dependencia de las materias primas y su evolución difieren significativamente entre las subregiones de América Latina. América del Sur es la subregión más dependiente y esta característica se ha profundizado con el tiempo (las exportaciones netas de materias primas representaban 10% del PIB en 2010, en comparación con un 6% en 1970). Si bien este aumento ha sido generalizado, los metales y la energía aún constituyen el principal rubro dentro de las exportaciones netas de bienes primarios. Por su parte, México y América Central han registrado una fuerte disminución en su dependencia de materias primas, principalmente al reducirse las exportaciones agrícolas y aumentar las importaciones de energía. La subregión era un gran exportador neto de materias primas en 1970 y actualmente presenta un equilibrio en su balance comercial de estos bienes (aún es exportador neto de productos agrícolas, pero ahora también es importador neto de energía).

Algunos países de América del Sur (Argentina, Brasil y Uruguay) han diversificado su estructura de exportaciones hacia productos que no son primarios, aunque éstos, en promedio, aún representan el 60% de las exportaciones totales de la región. Es interesante que esta diversificación no haya ocurrido en el caso de los grandes exportadores de metales y energía (Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela), en tanto que en México y América Central la importancia de las exportaciones de materias primas se ha reducido a la mitad (de 50% de las exportaciones totales en la década de 1970 a cerca de 25% en 2010).

En resumen, América Latina continúa siendo tan dependiente de materias primas como hace cuatro décadas, lo cual la hace muy vulnerable a una fuerte caída de los precios de estos productos. Asimismo, la mayor diversificación (dado que las exportaciones de otros productos han crecido aún más) significa que posiblemente muchos de estos países tienen mayor flexibilidad para amortiguar los choques de esta naturaleza; sin embargo, ese no es el caso de los exportadores netos de energía y metales, que hoy son particularmente vulnerables a una desaceleración económica mundial, en vista, tanto de su mayor dependencia de materias primas como de la mayor concentración de sus exportaciones en tales bienes, sobre todo teniendo en cuenta que esta mayor concentración está en aquellos productos cuyos precios son más sensibles al ciclo económico.

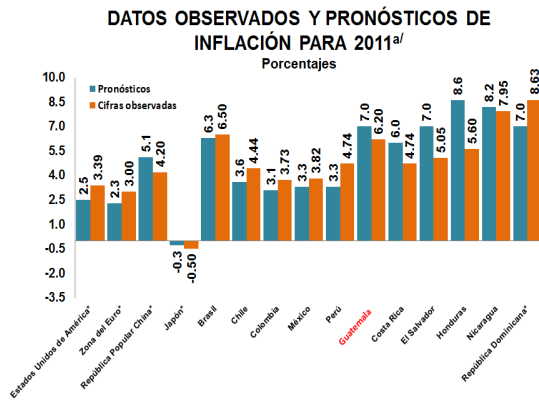
Fuente: *Perspectivas Económicas Las Américas: Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política*. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

6. Inflación mundial en 2011

La inflación total y la inflación subyacente en general aumentaron durante 2011. En las economías emergentes las presiones inflacionarias se mantuvieron relativamente elevadas, mientras que en las principales economías avanzadas se aminoraron, aunque en algunos casos la inflación se situó en niveles históricamente altos como en el Reino Unido. La evolución de los precios estuvo asociada, principalmente, al fuerte y sostenido aumento en el precio de las materias primas, particularmente del petróleo, así como de los alimentos. También incidió el aumento de la demanda agregada interna en las economías emergentes.

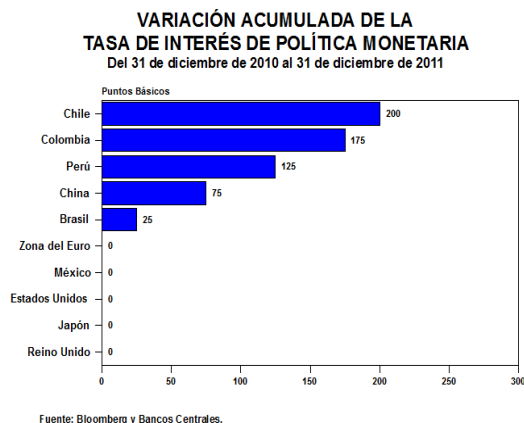
El Fondo Monetario Internacional estima que la inflación en las economías avanzadas podrían cerrar el 2011 con un crecimiento de 2.3% (2.0% en 2010). En el caso de los Estados Unidos de América, el Reino Unido y de Japón, los bancos centrales mantuvieron una postura de política monetaria relajada ante la falta de dinamismo en el crecimiento económico mientras que los temores de una aceleración en la tasa de inflación en la Zona del Euro motivó al Banco Central Europeo a subir en dos ocasiones su tasa de interés de política monetaria; sin embargo, en noviembre y en diciembre de 2011 la redujo para apoyar la resolución de la crisis de la deuda, a la vez que anunció dos operaciones de préstamos a los bancos para inyectar liquidez a tasas bajas y a plazos de tres años.

En las economías emergentes y en desarrollo las presiones inflacionarias comenzaron a ceder en los últimos meses de 2011, aunque moderadamente, debido, en parte, a las reducciones en los precios de las materias primas y a las acciones anticipadas de los bancos centrales para contener el rápido dinamismo de la demanda interna. El FMI prevé que si los precios de los alimentos y de la energía se mantienen estables, las proyecciones de inflación se situarían en 7.0% en 2011 (6.7% en 2010). La diferencia entre los pronósticos de la inflación para las economías avanzadas y en desarrollo radica, principalmente, en el mayor peso relativo de los alimentos y combustibles en el IPC en las economías en desarrollo, aunado a que el crecimiento en éstas es más acelerado y, por tanto, presentan mayores presiones de demanda interna.



Las presiones inflacionarias en las economías emergentes en la primera mitad de 2011, indujeron a aumentos tanto en las tasas de interés de referencia como en las tasas de encaje de muchos bancos centrales propiciando reducciones en los niveles de inflación y generando espacios para la adopción de una política monetaria acomodaticia en caso se vaya requiriendo.

La tasa de interés de política monetaria de Chile acumuló un incremento de 200 puntos básicos, seguida por la de Colombia con 175 puntos básicos, Perú con 125 puntos básicos y Brasil con 25 puntos básicos; en tanto que en México se mantuvo invariable. En Asia, el Banco Central de la República Popular China ajustó al alza su tasa de interés objetivo y subió el encaje, pero desde julio no la ha incrementado y recientemente redujo la tasa de encaje bancario, luego de la moderación de las presiones inflacionarias.

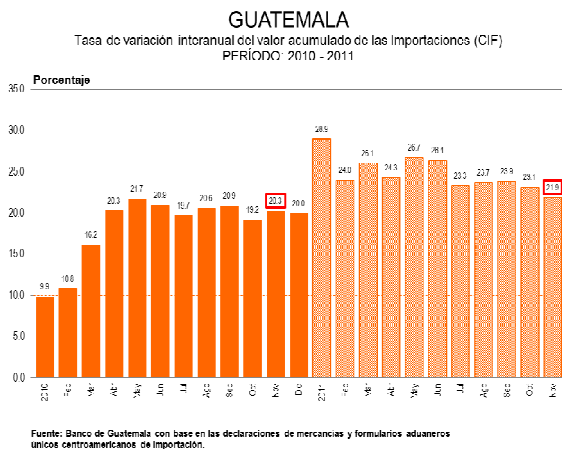
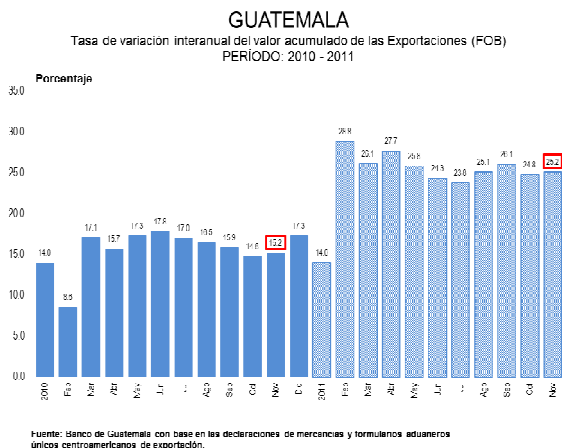


B. NACIONAL

1. La actividad económica

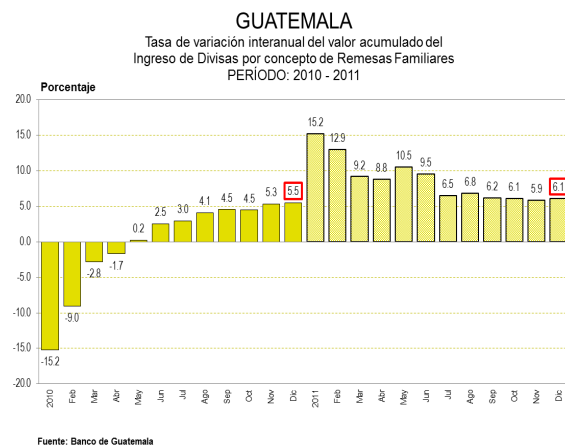
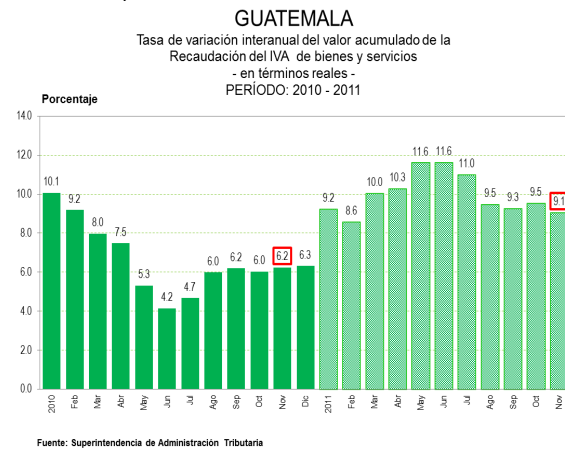
a) Producto Interno Bruto

Aun cuando la actividad económica global evolucionó de manera dispar entre países y regiones, el comportamiento de la demanda externa de los principales socios comerciales de Guatemala mantuvo un ritmo de crecimiento positivo, lo que aunado a una mayor demanda de países como Alemania, Bélgica, Canadá, Chile, Japón, Países Bajos y Panamá, que no forman parte del grupo de compradores habituales, continuó apoyando el crecimiento de la actividad económica nacional para 2011. De conformidad con las estadísticas de comercio exterior a noviembre de 2011 (última información disponible) se observó un incremento tanto en el valor FOB de las exportaciones como en el valor CIF de las importaciones, mostrando tasas de crecimiento significativamente superiores a las registradas en 2010.



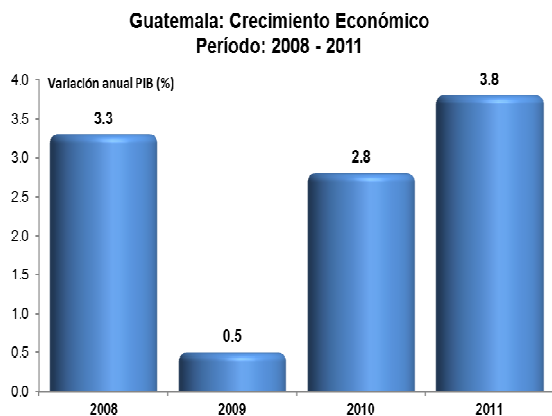
En cuanto a la demanda interna, cabe indicar que su evolución favorable estuvo sustentada en un mayor consumo, tal como lo

reflejaron algunos indicadores como el incremento de la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios en términos reales, el rápido crecimiento que mostró el crédito al consumo, el incremento en la demanda de combustibles y el aumento en el ingreso de divisas por remesas familiares. En cuanto a la inversión, la información del tercer trimestre de 2011 reflejó un incremento de 7.4%, explicado por el aumento de las ventas de cemento en 7.2% y por el dinamismo de las importaciones de bienes de capital (en volumen de 11.2%).



En el contexto descrito y considerando los resultados positivos del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) al tercer trimestre de 2011, la evolución favorable de indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), la información reciente de asociaciones de productores, de gremiales y de entidades públicas, así como la evaluación preliminar de los efectos de la Depresión Tropical 12-E en la

economía nacional⁷, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala estimaron que la tasa de crecimiento del PIB, en términos reales, sería de 3.8% para 2011 (2.8% en 2010), ubicándose sobre el límite superior del rango proyectado en mayo de dicho año (2.9% a 3.5%).

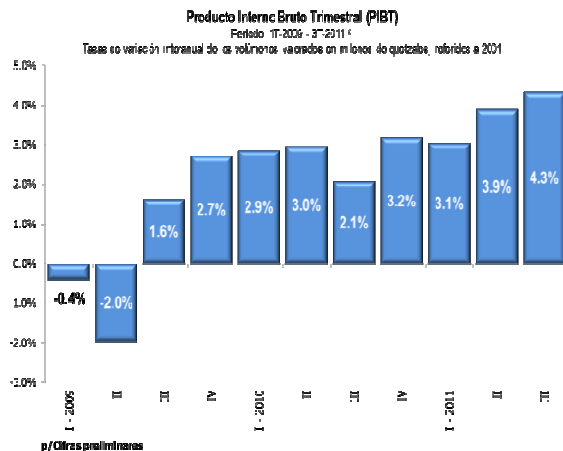


Fuente: Banco de Guatemala

b) Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) para el Tercer Trimestre de 2011⁸

La actividad económica en el primero, segundo y tercer trimestres de 2011 registró tasas de crecimiento interanuales⁹ de 3.1%, 3.9% y 4.3%, respectivamente, superiores a las de los mismos trimestres del año anterior (2.9%, 3.0% y 2.1%, en su orden), asociado al incremento observado en los componentes de la demanda interna, impulsada principalmente por el vigoroso crecimiento en el consumo privado y público; y, en menor medida, por el desempeño que ha venido mostrando la formación bruta de capital fijo. Por otra parte, tanto las exportaciones e importaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre de 2011, registraron un

comportamiento más dinámico, asociado a un mejor desempeño de la actividad económica de los principales socios comerciales del país y al incremento en la demanda interna de productos para uso final e intermedio de origen importado.



Por su parte, en la estimación del PIBT medido por el origen de la producción, en promedio para los tres trimestres de 2011, destaca el incremento en el valor agregado de las siguientes actividades: *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (2.9%); *Industrias manufactureras* (3.1%); *Comercio al por mayor y al por menor* (3.9%); *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (3.5%); *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (6.7%); *Servicios privados* (4.5%); y *Administración pública y defensa* (6.6%), las cuales, en conjunto, explican el 87.7% del crecimiento registrado en el primero, segundo y tercer trimestres de 2011.

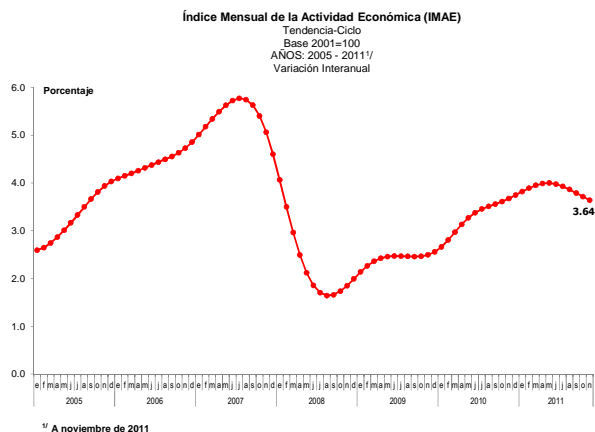
c) Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)

La estimación de corto plazo de la actividad económica del país, medida por el comportamiento de la tendencia-ciclo del IMAE, registró una disminución de 0.03 puntos porcentuales en noviembre de 2011 respecto del mismo mes del año previo (3.67%), al ubicarse en 3.64%.

⁷ En noviembre de 2011, una misión multidisciplinaria liderada por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) evaluó los daños y pérdidas ocasionadas por la Depresión Tropical 12-E sobre la economía en su conjunto, estimando que por dicho fenómeno climático se espera una reducción de 0.14 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB, efecto que ya está incorporado en la estimación revisada del PIB de 2011.

⁸ Las estimaciones de los componentes del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) medido por el origen de la producción y por el destino del gasto, incorporan información preliminar y no incluyen la totalidad de la información que se utiliza en el cálculo anual; por tanto, los resultados del PIBT están sujetos a revisión, en función de la nueva información estadística disponible, de la rectificación de datos por parte de las fuentes de información y de la compilación de las cuentas nacionales anuales.

⁹ Tasa de variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.



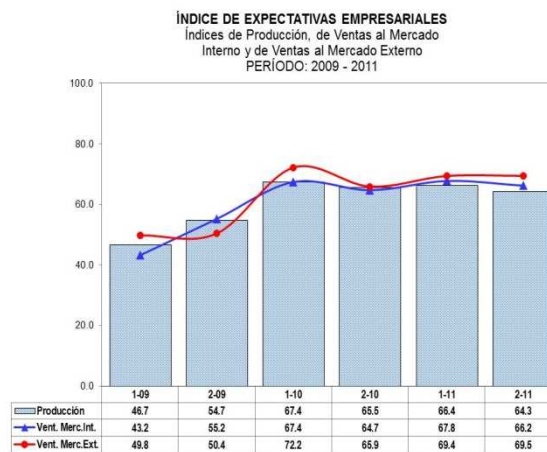
Al mes de noviembre de 2011, las actividades que mostraron un comportamiento más dinámico en la tendencia-ciclo y que representan el 49.9% del IMAE fueron: *Servicios Privados*, influenciado por el comportamiento positivo de las actividades de restaurantes; *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, explicado por el mayor dinamismo dado por los productos de exportación (café, banano y cardamomo), así como los productos de consumo industrial; *Propiedad de vivienda*, asociada a la evolución de la actividad de construcción de viviendas y *Suministro de electricidad, gas y agua*, asociada al comportamiento positivo de la generación bruta de energía eléctrica. Por su parte las actividades que en el mes de noviembre mostraron un comportamiento positivo, pero presentaron un menor dinamismo comparado con el mes de noviembre del año previo son: *Industria manufacturera, Comercio al por mayor y al por menor, Administración pública y defensa, Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares, y Explotación de minas y canteras*, las cuales en conjunto representan el 50.1% del IMAE.

d) Encuesta de Opinión Empresarial

La Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) realizada por el Banco de Guatemala al sector industrial en el tercer trimestre de 2011 reflejó la evolución positiva del desempeño de la actividad manufacturera durante el primer semestre y las expectativas más favorables de

dicho sector para el segundo semestre. Para el primer semestre de 2011, el 45.8% de los entrevistados respondió que el volumen de producción aumentó (41.7% en 2010) y el 47.7% contestó que su volumen de ventas totales se incrementó (43.6% en 2010). Con relación a las expectativas para el segundo semestre del referido año, el 45.2% del total respondió que el volumen de producción aumentaría (49.9% en 2010), influenciado principalmente por el incremento de la demanda; un 38.1% contestó que se mantendría igual (31.2% en 2010); mientras que el 16.6% manifestó que disminuiría (18.9% en 2010), atribuido, entre otros factores, a la inestabilidad política, al incremento en los precios de las materias primas, especialmente de los combustibles, así como al clima de inseguridad.

En cuanto a las expectativas empresariales, los índices correspondientes al volumen de producción, de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo, para el segundo semestre de 2011, mostraron un comportamiento más dinámico, resultado de la recuperación de algunas industrias manufactureras, entre las que destacan, la elaboración de bebidas, la fabricación de papel y productos de papel, las actividades de edición e impresión y la fabricación de sustancias y productos químicos.





RECUADRO 5 LA INFLUENCIA DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN CENTROAMÉRICA

La recuperación económica en la región, que inició en 2010, continúa aunque por debajo de los niveles pre-crisis y es todavía insuficientemente para cerrar la brecha respecto de países más avanzados.

Para determinar cómo reducir esa brecha y elevar los niveles de crecimiento económico de la región en el corto y mediano plazos, Swiston y Barrot (2011) elaboraron un estudio empírico y contrastaron los resultados de la región con los de tres países de Latinoamérica (LA-3: Chile, México y Perú) que han realizado reformas estructurales exitosas y establecieron que los factores más relevantes para incidir en el crecimiento económico son:

1. **Un aumento en la inversión en capital físico.** Dados sus bajos niveles de inversión con relación al PIB, El Salvador, la República Dominicana y Guatemala son los países en los que el efecto marginal de un aumento en la inversión puede generar un mayor crecimiento económico, en tanto que para Costa Rica, Honduras y Nicaragua el efecto sería menor. Los autores estiman que en el caso de Guatemala, elevar la inversión con relación al PIB de un promedio de 18% entre 2005 y 2009 a niveles promedio cercanos al 25%, observados por LA-3 en el mismo periodo, aumentaría la tasa de crecimiento económico en 1%.
2. **Un aumento en la inversión en capital humano.** Tomando en consideración que Guatemala es el país que en la región tiene los niveles más bajos de educación avanzada (definida como aquella que supera la educación primaria, que entre 2005 y 2009 promedió menos de 1 año), es el que tendría más espacio para aumentar sus niveles de crecimiento económico si aumentara su inversión en educación a niveles cercanos a los de LA-3 (promedio de 4 años de educación avanzada entre 2005 y 2009). Una inversión en la formación de capital humano que eleve los niveles de educación avanzada similares a los de LA-3, aumentaría la tasa de crecimiento económico en alrededor de 1.5%.
3. **Otras reformas estructurales.** El estudio identifica que los países de la región, en general, pueden efectuar reformas estructurales orientadas a elevar la calidad de la supervisión financiera, a desarrollar un mercado secundario de valores, elevar el grado de apertura a transacciones externas (aunque en este último aspecto, la región califica bien) y tener mercados flexibles, reformas que conllevarían un incremento en la eficiencia de sus economías. En el caso de Guatemala, dado que tiene un índice alto de flexibilidad en los mercados respecto de LA-3, las ganancias potenciales de las reformas estructurales se centran fundamentalmente en seguir profundizando las reformas en el sector financiero.

En resumen, en el caso de Guatemala, el fortalecimiento de las políticas orientadas a incrementar o facilitar el aumento en la inversión en capital físico y humano, así como afianzar los avances en las reformas del sector financiero conllevaría a aumentos significativos en el crecimiento económico del país. Tomando en cuenta que la eficiencia es un importante determinante del crecimiento económico de largo plazo, hay que tener presente que aunque los beneficios potenciales de las reformas son sustanciales, éstos no se evidenciarían en el corto plazo, por lo que las políticas que se adopten tienen que tener una visión congruente con objetivos de largo plazo, como lo evidencia la experiencia internacional.

Fuente: Basado en *The Role of Structural Reforms in Raising Economic Growth in Central America*. Swiston, Andrew y Barrot, Luis-Diego. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

2. La evolución del sector externo

a) Balanza de pagos estimada para 2011

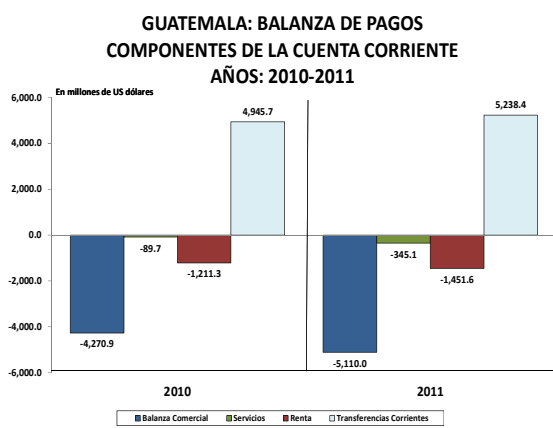
A partir de 2010 se observó una recuperación en los principales rubros de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, consecuencia del crecimiento del comercio, principalmente, por mayores precios de los principales productos de exportación, así como por condiciones de financiamiento externo más favorables. Para finales de 2011 se previó que las exportaciones

de bienes crecerían 24.3% y las importaciones de bienes 22.7%; mientras que se esperaban mayores flujos de capital de origen externo (relacionados con la recuperación de la inversión extranjera directa y de las líneas de crédito del exterior) respecto a 2010 y un aumento de 6.1% en el ingreso de divisas al país por concepto de remesas familiares.

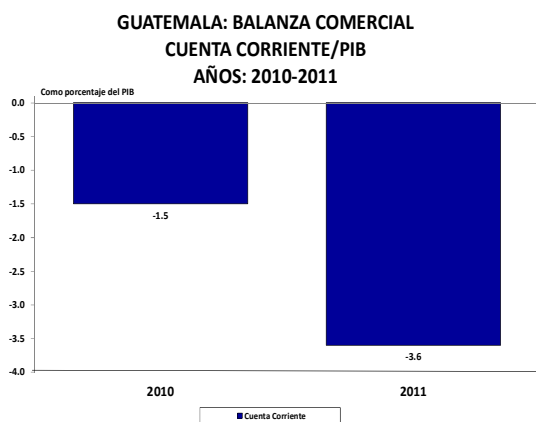
El mayor dinamismo del comercio exterior se explicaría, principalmente, por el aumento en los precios y en el volumen de los principales productos de exportación y en el caso

de las importaciones por la mayor demanda interna de bienes de capital, combustibles y de otras materias primas. Como resultado el déficit de la balanza comercial aumentaría, respecto al año anterior. Dicho déficit sería compensado, parcialmente, por el saldo de transferencias corrientes, el cual se esperaría que crezca en 5.9%, derivado de un mayor ingreso neto de divisas por remesas familiares (6.1%). Como consecuencia, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representaría 3.6% del PIB (1.5% en 2010).

desembolsos de préstamos de organismos financieros internacionales y una disminución en los pasivos correspondientes a inversión de cartera (se considera el pago de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional).



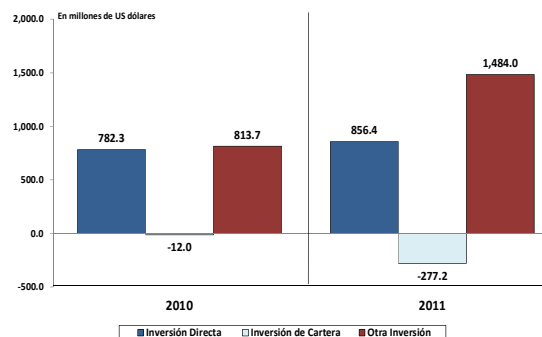
Cifras preliminares para 2010 y estimadas para 2011.



Cifras preliminares para 2010 y estimadas para 2011.

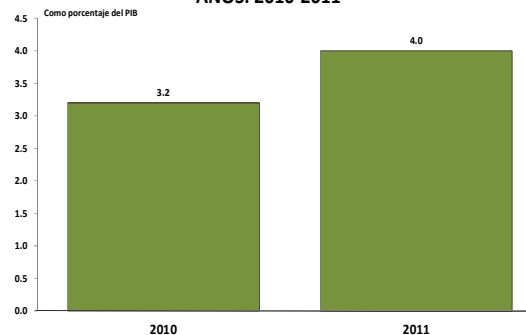
El saldo de la cuenta de capital y financiera, que cubriría el déficit en cuenta corriente, también permitió una acumulación de reservas internacionales de US\$234.1 millones. Dicho saldo refleja incrementos en los pasivos externos del sector privado por concepto de préstamos (incluyendo líneas de crédito con el exterior) y aumentos en inversión extranjera directa por US\$1,484.0 millones y US\$856.4 millones, en su orden. En el caso del sector público se espera un aumento en los

**GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
COMPONENTES DE LA CUENTA FINANCIERA
AÑOS: 2010-2011**



Cifras preliminares para 2010 y estimadas para 2011.

**GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA /PIB
AÑOS: 2010-2011**

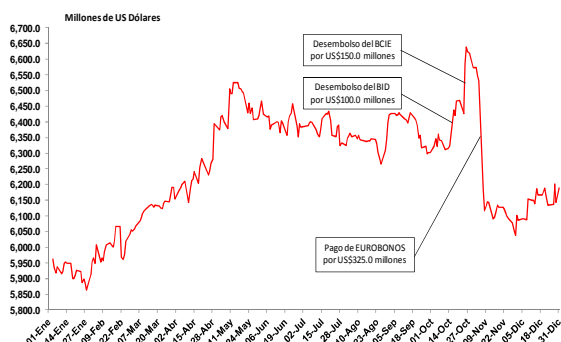


Cifras preliminares para 2010 y estimadas para 2011.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron, al 31 de diciembre, en US\$6,187.9 millones, lo que significa un aumento de US\$234.1 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2010. Dicho monto equivale a 4.3 meses de importaciones ó 10.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año.

RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS
Año 2011 ^{a1}



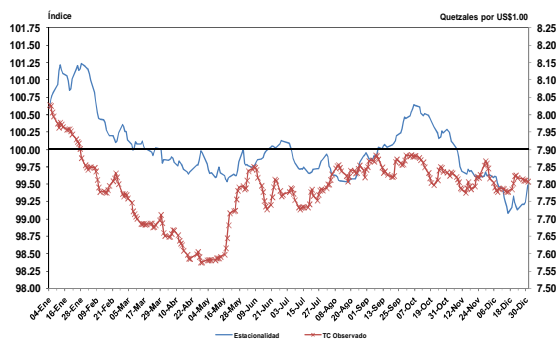
^{a1} Al 31 de diciembre.

c) Tipo de cambio nominal

Al 31 diciembre de 2011, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y venta, registró una apreciación de 2.54%, al situarse en Q7.80808 por US\$1.00 con respecto a su cotización al 31 de diciembre de 2010 (Q8.01144 x US\$1.00).

Durante el año, el comportamiento del tipo de cambio nominal registró una moderada volatilidad que activó la regla de participación del Banco Central, lo que implicó una participación neta de US\$181.1 millones (compras por US\$436.2 millones y ventas por US\$255.1 millones); y, en general, mantuvo un comportamiento congruente con su estacionalidad.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL
Y SU ESTACIONALIDAD ^{1/}
Año 2011 ^{a1}



^{1/} Estacionalidad base: 2000 - 2007 y 2010

^{a1} Al 31 de diciembre.

3. La coyuntura de las finanzas públicas

En las finanzas públicas durante 2011, resaltan dos aspectos que incidieron en su desempeño. El primero, es que a lo largo del año el déficit fiscal se mantuvo por debajo de lo programado; dicho comportamiento se relaciona

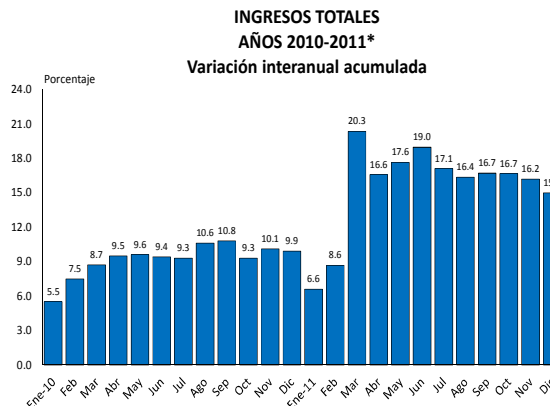
con el efecto que sobre la ejecución presupuestaria tuvo el atraso en la aprobación de algunos préstamos que se previeron como fuentes externas en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 y la limitación de espacios presupuestarios que tuvieron algunas dependencias del Estado para ejecutar su gasto. Ante el referido atraso el Ministerio de Finanzas, por primera vez en muchos años, hizo uso de la colocación de letras de tesorería para cubrir sus necesidades temporales de caja. El segundo aspecto, es el relativo a la evolución más favorable de la recaudación tributaria respecto de lo programado y que se asocia, principalmente, al mayor dinamismo de la actividad económica, aunque también habría contribuido la aplicación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT). Dichas medidas administrativas para fortalecer la recaudación tributaria generaron Q769.8 millones y la aplicación de exoneraciones de multas y recargos a los contribuyentes, permitió recaudar Q778.1 millones adicionales. Una vez aprobados los préstamos del exterior, las medidas administrativas indicadas habrían compensado, en parte, la falta de ingreso de recursos previstos en la denominada "Ley Antievasión II", la cual no se aprobó y que formaba parte de los ingresos presupuestados.

En lo que respecta al gasto público, la ejecución del mismo se vio afectada, debido a que, como se indicó, no se contó oportunamente con los préstamos externos contemplados como fuente de financiamiento en el presupuesto aprobado para 2011 o con espacios de techo presupuestario disponibles, para lo cual se requería de una readecuación presupuestaria que fue aprobada hasta el mes de noviembre por el Congreso de la República. Para no interrumpir la ejecución del gasto programado para 2011, el gobierno colocó letras de tesorería que vinieron a compensar deficiencias temporales de caja. Sin embargo, el gasto ejecutado en diciembre registró un crecimiento importante (Q3,976.7 millones), financiado, principalmente, por los ingresos de recursos de préstamos por un monto de Q1,814.6 millones y por la emisión del Decreto Número 34-2011 del Congreso de la República por medio del cual se le asignó al Estado la disponibilidad presupuestaria (readecuación presupuestaria) para cumplir con diversos compromisos de gasto por un monto de Q1,035.0 millones.

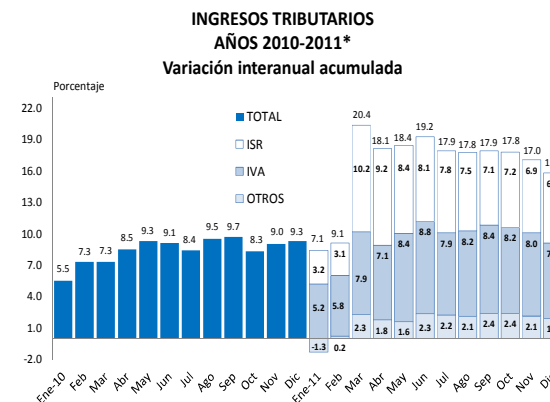
a) Situación financiera del gobierno central

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, a diciembre de 2011, los ingresos totales registraron un monto de Q43,026.0 millones, superior en Q5,600.9 millones (15.0%) al observado en igual período del año anterior (10.0%), resultado de la evolución favorable en la recaudación tributaria, la cual se ubicó en Q40,260.4 millones, monto superior en Q5,488.4 millones (15.8%) al registrado a diciembre de 2010 (9.3%). El comportamiento en la recaudación tributaria obedeció, principalmente, al mejor desempeño de la actividad económica y a la adopción de medidas administrativas, como ya se indicó.

De los ingresos tributarios destacan los provenientes del Impuesto al Valor Agregado (IVA) por Q19,468.6 millones, de los cuales el de importaciones ascendió a Q11,877.0 millones, mayor en Q1,549.8 millones (15.0%) respecto a diciembre de 2010, y el IVA de bienes y servicios generó Q7,591.6 millones, mayor en Q938.4 millones (14.1%); el Impuesto Sobre la Renta (ISR) por Q10,065.9 millones, fue mayor en Q2,322.4 millones (30.0%) y regalías por Q1,120.1 millones, mayor en Q432.2 millones (62.8%).



*Cifras preliminares

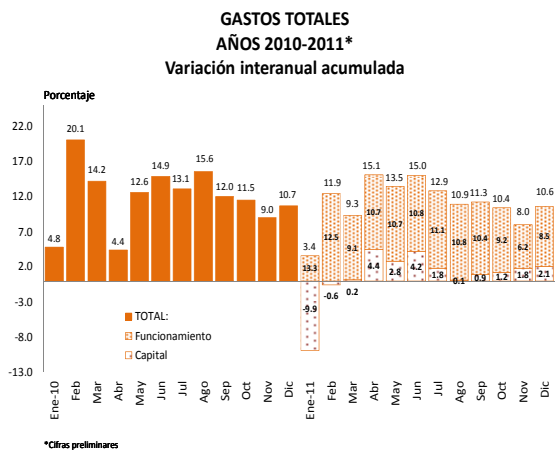


*Cifras preliminares

Con relación a los gastos totales a diciembre de 2011, éstos registraron un monto de Q53,511.0 millones, mayor en Q5,125.6 millones (10.6%) al observado en igual período de 2010.

Los gastos de funcionamiento ascendieron a Q38,774.2 millones, superiores en Q4,117.5 millones (11.9%), destacando los incrementos registrados en las transferencias corrientes (8.1%), en las remuneraciones (13.6%) y en los bienes y servicios (15.8%).

En lo que respecta a los gastos de inversión, éstos se situaron en Q14,736.8 millones, mayores en Q1,008.1 millones (7.3%) a los registrados en igual período de 2010; resultado de un mayor gasto en inversión indirecta por Q341.4 millones e inversión directa por Q666.7 millones.



relación a las Letras de Tesorería¹², durante 2011, se negociaron Q1,192.5 millones, de los cuales, Q1,000.0 millones se negociaron a una tasa de rendimiento promedio de 5.76%, con fecha de vencimiento 5 de diciembre de 2011 y Q192.5 millones a una tasa de rendimiento promedio de 5.64%, con fecha de vencimiento 19 de diciembre de 2011.

A diciembre de 2011, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q45,074.6 millones, equivalente a 12.3% del PIB. Dicho saldo en el período 2004-2007 se mantuvo, en promedio, en alrededor de 8.2% y en el período 2008-2010 se ubicó, en promedio, en alrededor de 10.0%.

El déficit fiscal a diciembre de 2011 se ubicó en Q10,485.0 millones, equivalente a 2.9% del PIB (déficit de Q10,960.3 millones a diciembre de 2010, equivalente a 3.3 % del PIB). El déficit primario¹⁰ se ubicó en Q5,009.3 millones, equivalente a 1.4% del PIB (déficit de 1.8 % del PIB a diciembre de 2010), mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q3,667.6 millones (equivalente a 1.0 % del PIB).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue de Q378.2 millones, como resultado de desembolsos de préstamos por Q5,029.6 millones¹¹, amortizaciones de préstamos por Q2,106.2 millones y la amortización de Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 2001 por Q2,545.2 millones (US\$325.0 millones), mientras que el financiamiento interno neto a diciembre de 2011 fue de Q8,305.4 millones, producto de las colocaciones tanto de Bonos del Tesoro por Q9,609.1 millones como de Letras de Tesorería por Q1,192.5 millones y de vencimientos por Q1,303.7 millones y la amortización de Letras de Tesorería. Del total de las colocaciones de Bonos del Tesoro realizadas, el 74.1% se negoció en moneda nacional a una tasa de interés de 9.1% y el 25.9% en dólares de los Estados Unidos de América a una tasa de interés de 5.2%; asimismo, el 84.1% del total se negoció a los plazos de 10, 12 y 15 años. Con

¹⁰ Se obtiene excluyendo, del gasto total, los pagos de intereses de la deuda pública.

¹¹ Dentro de los recursos de los desembolsos destacan el del préstamo con el BCIE destinado al programa de "Apoyo Presupuestario para los Sectores Educación y Salud", por un monto de US\$265.0 millones, el del préstamo con el BID correspondiente al "Programa de Apoyo a la Agenda de Cambio Climático de Guatemala", por un monto de US\$150.0 millones y el primer desembolso del préstamo con el BIRF destinado al "Apoyo de Emergencia para Proyectos de Servicios Sociales" por un monto de US\$40.0 millones.

¹² De conformidad con el artículo 57 de la Ley Orgánica del Presupuesto, el Organismo Ejecutivo, con el objeto de cubrir deficiencias estacionales de los ingresos y para mantener un ritmo constante en la ejecución de las obras y servicios públicos, puede acordar el uso de crédito a corto plazo, mediante la emisión de Letras de Tesorería hasta por un monto de un veinte por ciento (20%) de los ingresos corrientes estimados en el presupuesto en vigencia.



GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A DICIEMBRE
AÑOS: 2010 - 2011

-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2010	2011 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	37,425.1	43,026.0	5,600.9	15.0
A. Ingresos	37,007.6	42,454.7	5,447.1	14.7
1. Ingresos Corrientes	36,979.8	42,441.8	5,462.0	14.8
a. Tributarios	34,772.0	40,260.4	5,488.4	15.8
b. No Tributarios	2,207.8	2,181.4	-26.4	-1.2
2. Ingresos de Capital	27.8	12.9	-14.9	-53.6
B. Donaciones	417.5	571.3	153.8	36.8
II. Total de Gastos	48,385.4	53,511.0	5,125.6	10.6
A. Funcionamiento	34,656.7	38,774.2	4,117.5	11.9
B. Capital	13,728.7	14,736.8	1,008.1	7.3
III. Déficit o Superávit Fiscal	-10,960.3	-10,485.0	475.3	-4.3
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	2,323.1	3,667.6	1,344.5	57.9
V. Financiamiento	10,960.3	10,485.0	-475.3	-4.3
A. Financiamiento Externo Neto	5,109.7	378.2	-4,731.5	-92.6
B. Financiamiento Interno Neto	6,171.0	8,305.4	2,134.4	34.6
C. Variación de Caja (+ = disminución)	-320.4	1,801.4	2,121.8	-662.2

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

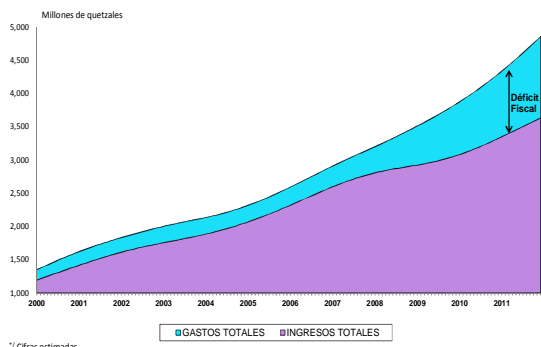
b) Proceso de consolidación fiscal

De acuerdo a cifras preliminares de la situación financiera del Gobierno central para 2011 proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas el déficit fiscal respecto del PIB se ubicaría en 2.9% (incluye los gastos del programa de reconstrucción). Dicho nivel es inferior a los registrados en 2009 y 2010 de 3.1% y 3.3% en su orden, aunque superior al promedio de 1.5% registrado en el período 2004 a 2008, pero va en la línea de continuar con el proceso de consolidación fiscal en los años subsiguientes, para mantener una política fiscal prudente y consistente con la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo. La continuidad en el proceso de consolidación fiscal contribuirá a afianzar la confianza de los agentes económicos y permitirá generar los márgenes necesarios para enfrentar choques externos. Según un análisis efectuado por el FMI, mantener un nivel de déficit fiscal que no supere el 2.0% del PIB permitirá a Guatemala estabilizar la deuda pública y, por

ende, fortalecer las finanzas públicas, aspectos que además contribuirían a mantener las expectativas inflacionarias ancladas en el horizonte de mediano plazo de la meta de inflación y a consolidar una estabilidad macroeconómica de largo plazo.

En todo caso, es preciso señalar que se requiere seguir manteniendo una estrecha coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, con el propósito de que las acciones que se adopten se hagan en un marco de prudencia y disciplina de dichas políticas.

GOBIERNO CENTRAL
TENDENCIA DE LOS INGRESOS, GASTOS Y DÉFICIT FISCAL
AÑOS: 2000 - 2011¹⁷



¹⁷ Cifras estimadas

c) **Análisis de sostenibilidad de la deuda**¹³

El análisis de sostenibilidad de la deuda que efectúa el FMI a sus países miembros depende de las características de cada país. En general, el análisis se concentra en los factores siguientes: 1) la trayectoria de la razón deuda/PIB bajo un escenario base y también plantea escenarios alternativos que tratan de capturar los riesgos que pueden afectar las finanzas públicas; 2) la composición de la deuda pública, la cual incide en la probabilidad de que un país pueda caer en incumplimiento; 3) un análisis de sensibilidad de la razón de deuda pública/PIB ante cambios en la tasa de interés real, en la tasa de crecimiento económico, en el tipo de cambio nominal y en el balance primario; y 4) un horizonte de pronóstico de largo plazo (en algunos países abarca hasta 20 años). Dados los efectos de la crisis económica y financiera global, el FMI ha iniciado un proceso de revisión de su análisis de sostenibilidad de deuda pública con el propósito de evaluar de mejor manera los riesgos a los que están expuestos sus países miembros.

En el caso del análisis de sostenibilidad de la deuda pública de Guatemala, el FMI ha indicado que la razón deuda pública/PIB es de las más bajas en Latinoamérica, pero que existen riesgos que no

deben soslayarse. En particular, señala que la debilidad de los ingresos tributarios no sólo no permite un incremento sostenible en el gasto público que ayude a atender las significativas necesidades sociales y de infraestructura básica del país, sino que hace sensible la relación de deuda/ingresos tributarios. Aunque el FMI reconoce los esfuerzos de las autoridades fiscales por aumentar los ingresos, ha subrayado que una reforma tributaria integral es necesaria para asegurar una trayectoria de deuda pública sostenible. Es este análisis el que revela la razón de déficit/PIB de 2% indicada, por lo que de mantener niveles de déficit fiscal superiores a los indicados limitaría el proceso de consolidación fiscal.

¹³ Un mayor detalle sobre el marco conceptual del análisis de deuda pública y de las recomendaciones para Guatemala, puede encontrarse en: *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*. Fondo Monetario Internacional. Departamento de Asuntos Fiscales del FMI. Agosto de 2011. *Guatemala: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement-Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Guatemala*. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2010. *Guatemala: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2009 Stand-By Arrangement*. Fondo Monetario Internacional. Julio de 2011.



RECUADRO 6

ANÁLISIS DE LOS BALANCES ESTRUCTURALES Y LA POSTURA DE LA POLÍTICA FISCAL EN CENTROAMÉRICA, PANAMÁ Y REPÚBLICA DOMINICANA (CAPRD)

De acuerdo con Morra (2011), el análisis de la postura de la política fiscal y su comportamiento cíclico en los países de CAPRD, permite identificar varias lecciones para el manejo de las finanzas públicas en dichos países, entre las que destacan:

1. La significativa dependencia de los países de CAPRD en ingresos relacionados con las importaciones, le agrega un componente cíclico importante al balance fiscal, en virtud que los ingresos fiscales son temporalmente altos (bajos) cuando las importaciones se aceleran (desaceleran) durante momentos del ciclo económico de auges (caídas). Siendo así, es importante tratar de identificar el momento del ciclo económico y sus implicaciones para los ingresos tributarios a efecto de adoptar decisiones de política fiscal oportunas.
2. Los países de CAPRD deben tratar de mitigar, en la medida de lo posible, la sensibilidad de sus balances fiscales al ciclo económico. Una forma de hacerlo puede ser adoptar reglas fiscales (implícitas o explícitas) que mejoren el manejo fiscal intertemporal. Para ese efecto, los países pueden incrementar su ahorro público durante épocas de altos ingresos tributarios hasta que exista evidencia sólida de que el aumento del ingreso es estructural (es decir, permanente). En este sentido, los países deben permitir que el balance fiscal se restrinja cuando las importaciones se aceleren y, por ende, los ingresos tributarios aumenten mediante la prohibición de que los gastos crezcan en línea con el incremento de los ingresos tributarios adicionales. Esto ayudará a crear el espacio fiscal necesario cuando el ciclo económico entre en su fase contractiva y las importaciones y los ingresos tributarios asociados caigan.
3. La estimación de ingresos y balances estructurales, y el cálculo periódico de dichas variables puede servir a las autoridades para identificar cambios estructurales y cíclicos que afecten la posición fiscal y, en consecuencia, evitar adoptar medidas que pudieran tener un efecto procíclico. Una regla simple a considerar, una vez el balance estructural apropiado es alcanzado, sería asegurar que los gastos no crezcan más rápido que los ingresos estructurales. Al seguir dicha regla se evita un comportamiento procíclico de la política fiscal y mantener el balance estructural constante. Ello también permitirá entender mejor la dinámica de la deuda pública, debido a que en el largo plazo el balance estructural determina la trayectoria de dicha deuda. Para estabilizar la razón de deuda pública/PIB, los países deben asegurarse de que su balance fiscal converja a un balance primario que sea congruente con la estabilización de la deuda pública.

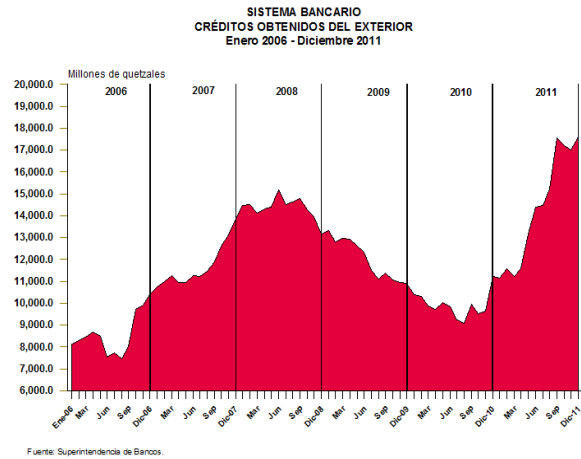
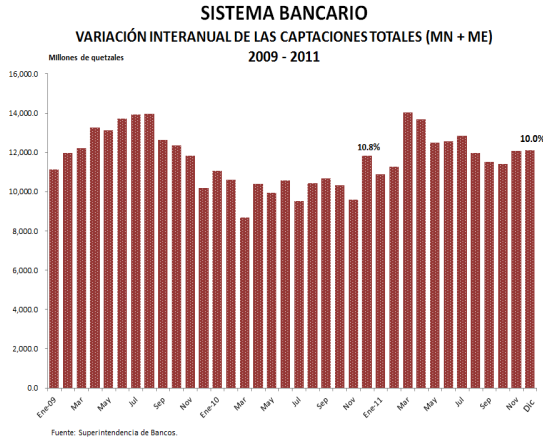
Fuente: *Assessing Structural Fiscal Balances and The Fiscal Policy Stance in CAPDR*. Morra, Pablo. Fondo Monetario Internacional. Nota metodológica preparada para la 10ª Conferencia Regional para Centroamérica, Panamá y República Dominicana efectuada en Nicaragua en Julio de 2011.

4. Sistema bancario

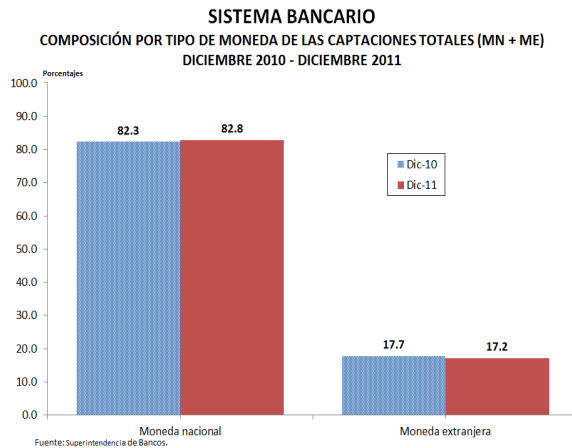
a) Captaciones totales

La actividad bancaria a diciembre de 2011, medida por las captaciones totales, que incluyen los depósitos y las obligaciones financieras, continuó mostrando un comportamiento dinámico, levemente inferior al del año anterior; dichas captaciones aumentaron, en términos interanuales, en Q12,131.6 millones (10.0%), reflejo del aumento en los depósitos del público. Por tipo de depósitos se observó un crecimiento en los depósitos monetarios de Q5,917.5 millones; en los depósitos a plazo de Q3,737.8 millones; en los depósitos de ahorro de Q2,636.4 millones; y en los depósitos con restricciones de Q113.8 millones. Por su parte,

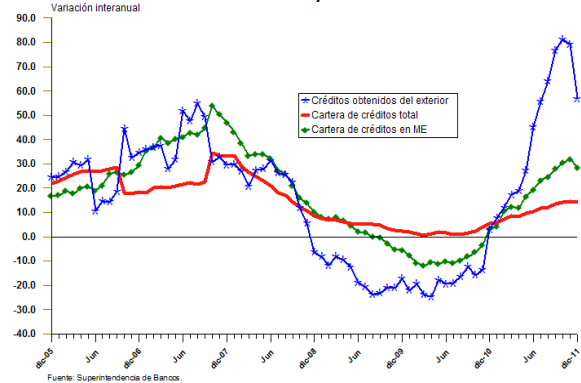
los depósitos a la orden disminuyeron en Q33.8 millones.



Con relación a la distribución de las captaciones totales por tipo de moneda, el 82.8% de las mismas estaba constituida en moneda nacional (82.3% en diciembre de 2010) y el 17.2% en moneda extranjera (17.7% en diciembre de 2010).



SISTEMA BANCARIO
CARTERA DE CRÉDITOS TOTAL, CARTERA DE CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA (ME) Y CRÉDITOS OBTENIDOS DEL EXTERIOR
Diciembre 2005 - Diciembre 2011



b) Créditos obtenidos del exterior

La obtención de créditos del exterior por parte del sistema bancario nacional mostró un dinamismo importante desde el último trimestre de 2010. En efecto, el financiamiento registrado por medio de organismos internacionales e instituciones financieras extranjeras ascendió, al 31 de diciembre de 2011, a Q17,597.0 millones, monto superior en Q6,373.7 millones (56.8%) al observado a la misma fecha del año anterior.

Durante el período que comprende de diciembre de 2010 a diciembre de 2011, el saldo de la cartera de créditos en moneda extranjera se incrementó en Q6,979.0 millones. Con base en la distribución de la cartera de créditos por actividad económica en moneda extranjera, reportada al 30 de noviembre de 2011, se observó que una proporción importante de los créditos obtenidos del exterior fueron canalizados a las actividades económicas que evidenciaron un mayor crecimiento durante el período indicado, es decir, a los ingenios y refinerías de azúcar (Q1,460.1 millones), a las empresas administradoras de bienes inmuebles de edificios no residenciales (Q1,014.7 millones), a la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica (Q1,006.9 millones), al comercio interno (Q938.6 millones), al comercio de importación (Q607.5 millones), a las industrias básicas del hierro y del acero (Q404.6 millones), a la producción de abonos y plaguicidas (Q389.8 millones) y a la crianza de aves (Q350.7 millones).

c) Cartera crediticia por tipo de deudor¹⁴

Según información del balance general consolidado del sistema bancario, al 31 de diciembre de 2011, la cartera crediticia bruta se situó en Q93,892.1 millones, superior en Q11,649.0 millones (14.2%) al monto registrado a diciembre de 2010. Dicha variación reflejó el incremento de los créditos empresariales mayores y de consumo en Q5,968.4 millones y en Q3,983.8 millones, respectivamente. Aunque en menor medida, también se observó un aumento de los créditos empresariales menores por Q851.0 millones; de los microcréditos por Q549.9 millones; y de los créditos hipotecarios para vivienda por Q295.9 millones. Los resultados de la Quinta Encuesta sobre Condiciones Crediticias del Sistema Bancario Nacional indicaron que durante el tercer trimestre del año se observó un crecimiento moderado en la demanda de nuevos créditos corporativos y de consumo en los bancos grandes, medianos y pequeños, en ambas monedas, excepto en el caso del crédito corporativo en moneda extranjera otorgado por el grupo de bancos grandes que registra una demanda sustancialmente más alta que la del segundo trimestre del año. En lo referente al crédito hipotecario para vivienda fueron los bancos grandes, en ambas monedas, y los pequeños en moneda extranjera, los que mostraron un crecimiento moderado.

En el caso de la cartera corporativa, al igual que en el primer semestre de 2011, el crecimiento moderado o sustancialmente más alto de la demanda fue impulsado por el aumento en las necesidades de capital de trabajo de los clientes o por la inversión en activos fijos, así como por una sustitución de financiamiento interno por condiciones crediticias más atractivas. En el caso del crédito para el consumo, el principal factor que incidió positivamente en la demanda fue la sustitución de financiamiento interno debido a condiciones más atractivas en la mayoría de bancos y, en menor medida, a la mejora en el ingreso disponible de los clientes. Con relación a los créditos hipotecarios para vivienda, el crecimiento moderado en la demanda de créditos obedeció a la sustitución de financiamiento por condiciones más atractivas en algunas entidades y al mayor dinamismo en el sector inmobiliario por aumento de las ventas e inicio de proyectos habitacionales.

De acuerdo con dicha encuesta, en términos generales, durante el tercer trimestre de 2011 los estándares de aprobación de créditos y las condiciones crediticias del sistema bancario permanecieron sin cambios, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En adición, para el cuarto trimestre del año la mayoría de los bancos no tuvieron modificaciones en los estándares de aprobación de créditos ni en las condiciones crediticias de otorgamiento de los mismos.

A nivel del sistema bancario, las perspectivas apuntaron a que para el cuarto trimestre de 2011 la demanda de nuevos créditos continuaría mostrando un crecimiento moderado o sustancialmente más alto para el caso del crédito corporativo y del crédito de consumo, en ambas monedas, en los tres grupos de bancos; mientras que las perspectivas de observar un mayor crecimiento en el crédito hipotecario para vivienda en moneda nacional mejoraría, particularmente, en los grupos de bancos grandes y pequeños.

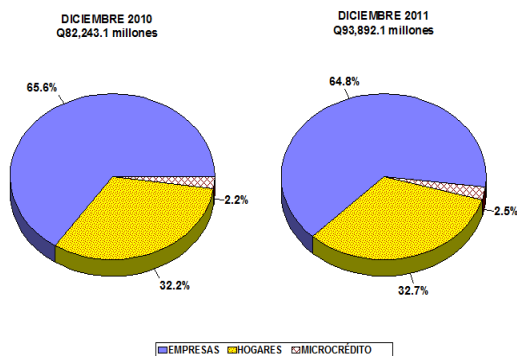
A diciembre de 2011, la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la manera siguiente: créditos a las empresas¹⁵, 64.8%; créditos a los hogares¹⁶, 32.7%; y microcréditos, 2.5%. Los créditos a los hogares aumentaron su participación en el total de la cartera en 1.2 puntos porcentuales, lo que es congruente con el mayor dinamismo mostrado en los créditos para el consumo, que en términos interanuales crecieron 19.8%. La participación de los créditos a las empresas dentro de la cartera total disminuyó en 0.8 puntos porcentuales, lo cual es atribuible al menor dinamismo de los créditos empresariales menores los que redujeron su participación en 0.8 puntos porcentuales, a pesar de que en términos nominales crecieron un 7.9% durante el período indicado.

¹⁴ Definiciones contenidas en el Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, aprobado en resolución JM-93-2005.

¹⁵ Incluye los créditos empresariales mayores que representan el 52.5% y los créditos empresariales menores que representan el 12.3%.

¹⁶ Incluye el crédito de consumo que representa el 25.7% y el crédito hipotecario para vivienda que representa el 7.0%.

**SISTEMA BANCARIO
ESTRUCTURA DE LA CARTERA TOTAL DE CRÉDITOS
POR TIPO DE DEUDOR**

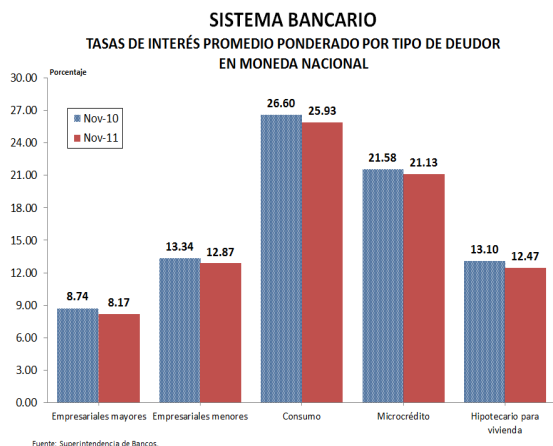


Fuente: Superintendencia de Bancos.

d) Tasas de interés por tipo de deudor

i) En moneda nacional

Las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario por tipo de deudor registraron una leve tendencia hacia la baja durante el período de noviembre de 2010 a noviembre de 2011, al pasar la de los créditos empresariales mayores de 8.74% a 8.17%, la de empresariales menores de 13.34% a 12.87%; la de créditos para el consumo de 26.60% a 25.93%; la de créditos para el consumo de 26.60% a 25.93%; la de créditos hipotecarios para vivienda de 13.10% a 12.47%; y la de los microcréditos de 21.58% a 21.13%¹⁷.



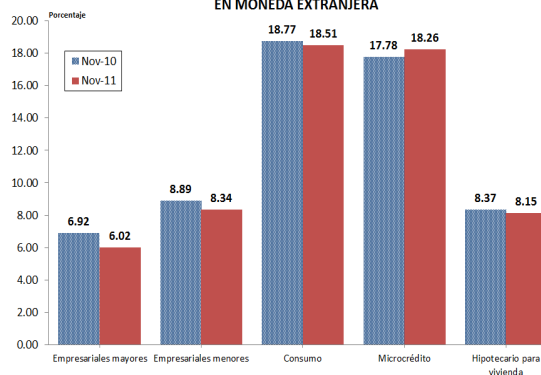
Fuente: Superintendencia de Bancos.

¹⁷ La tasa de interés por tipo de deudor a noviembre de 2011 aplicada a los créditos empresariales mayores por parte de los bancos grandes fue de 8.09%, la de los bancos medianos fue de 8.08% y la de los bancos pequeños fue de 10.83%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes fue de 16.29%, la de los bancos medianos 33.29% y la de los bancos pequeños 54.27%.

ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, exhibieron en general una tendencia hacia la baja, de noviembre de 2010 a noviembre de 2011, similar a la de las tasas en moneda nacional, pasando, la de créditos a deudores empresariales mayores de 6.92% a 6.02%; la de créditos empresariales menores de 8.89% a 8.34%; la de créditos para consumo de 18.77% a 18.51% y la de créditos hipotecarios para vivienda a 8.37% a 8.15%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de los microcréditos aumentó al pasar de 17.78% a 18.26%¹⁸.

**SISTEMA BANCARIO
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO POR TIPO DE DEUDOR
EN MONEDA EXTRANJERA**



Fuente: Superintendencia de Bancos.

e) Solvencia y liquidez

Del Informe del Sistema Financiero elaborado por la Superintendencia de Bancos al 30 de septiembre de 2011, resaltan los aspectos relativos al riesgo de solvencia, al riesgo de liquidez, al riesgo de crédito, al riesgo cambiario y a la rentabilidad del sistema bancario. Con relación al indicador de solvencia para el sistema bancario, que relaciona el patrimonio respecto a los activos totales, éste mostró una disminución de 1.4 puntos porcentuales al pasar de 10.7% en septiembre 2010 a 9.3% en septiembre 2011, variación que fue influenciada por la distribución de utilidades y por el vencimiento de obligaciones

¹⁸ A noviembre de 2011 la tasa de interés promedio ponderado aplicada a los créditos empresariales mayores por los bancos grandes, fue de 5.87%, la de los bancos medianos fue de 6.36% y la de los bancos pequeños fue de 9.40%. Por su parte, la tasa de interés aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes fue de 10.58%, por los bancos medianos fue de 22.70% y la de los bancos pequeños fue de 24.15%.



subordinadas, así como por un aumento en los activos netos.

Por su parte, el indicador de solvencia que relaciona el patrimonio con la cartera de créditos, mostró una reducción, al situarse en 17.7%, menor en 2.4 puntos porcentuales al registrado en el mismo mes del año anterior (20.1%), debido al incremento de la cartera crediticia y a la reducción del capital contable. Adicionalmente, el indicador que relaciona el patrimonio con las captaciones totales (obligaciones depositarias y obligaciones financieras) y que representa la proporción de recursos de los accionistas respecto de los recursos captados del público, se ubicó en 12.3% menor al observado en septiembre de 2010 (13.6%), derivado, principalmente, del aumento en las captaciones.

Al analizar la posición patrimonial, que corresponde a la diferencia entre el patrimonio computable y el patrimonio requerido, el referido informe señala que a septiembre de 2011 se observó una disminución de Q23.6 millones, que como se indicó, se debió a la disminución en el capital computable. Con respecto a la liquidez del sistema bancario, el Informe de la Superintendencia de Bancos indica que las entidades bancarias presentaron posiciones promedio de encaje legal positivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el caso del indicador de liquidez inmediata¹⁹ se observó una leve disminución a septiembre de 2011 (20.1%), con respecto al mismo mes del año anterior (20.9%) debido principalmente a la menor acumulación de recursos en disponibilidades, así como al aumento sostenido de la captación de recursos. Por su parte, el indicador de liquidez mediata²⁰ presentó un aumento de 2.6 puntos porcentuales en septiembre de 2011, al ubicarse en 54.2%, mayor al registrado en septiembre de 2010 (51.6%), como resultado principalmente del crecimiento observado en las inversiones en títulos-valores del Gobierno Central y depósitos a plazo en el Banco Central.

f) Rentabilidad financiera (ROE)

El referido informe señala que el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio

¹⁹ Proporción de recursos de inmediata disponibilidad que la entidad posee para hacer frente a sus obligaciones de captación (obligaciones depositarias más obligaciones financieras).

²⁰ Razón de activos líquidos (disponibilidades e inversiones totales) respecto a las obligaciones de captación más las cuentas por pagar.

(ROE, por sus siglas en inglés), se ubicó en septiembre de 2011 en 21.2%, mayor al registrado en el mismo mes de 2010 (17.8%). El aumento en las utilidades del sistema bancario, en términos interanuales, fue de 18.6%, al pasar de Q2,102.5 millones a Q2,494.3 millones en el referido período, como resultado, principalmente, del incremento del margen por inversiones (productos menos gastos financieros), del margen por servicios (ingresos menos gastos por servicios) y del margen de otros productos y gastos de operación. Por su parte el margen operacional neto²¹ registró un aumento.

El comportamiento del ROE permitió inferir una mejora en la eficiencia del sistema bancario, como consecuencia del incremento del margen de utilidad. Sin embargo, se observó un aumento en el apetito por riesgo y en el apalancamiento financiero.

g) Riesgos de crédito y cambiario

Respecto del riesgo de crédito, el referido informe señala que la calidad de la cartera crediticia mejoró respecto a septiembre de 2010, ya que el indicador de cartera vencida²² disminuyó, al pasar de 2.7% a 1.8%, en dicho período. Por su parte, el indicador de cobertura de la cartera vencida²³ mejoró considerablemente, al pasar de 106.6% en septiembre de 2010 a 138.7%, influenciado por la disminución en la cartera vencida y por el aumento en las estimaciones por valuación de la cartera de créditos. En este aumento registrado en las reservas de capital incidió la obligatoriedad para que las entidades constituyeran y mantuvieran como mínimo reservas o provisiones genéricas que sumadas a las reservas específicas totalizaran el 100% de la cartera vencida, de acuerdo al programa establecido para el efecto que finalizó el 30 de junio de 2011.

En cuanto al riesgo cambiario del sistema bancario, de acuerdo a la metodología establecida en la Resolución JM-199-2007 para calcular la posición de calce de operaciones en moneda extranjera²⁴ al 30 de septiembre la misma se ubicó en 5.4%, dentro de los

²¹ Margen operacional bruto (sumatoria del margen por inversiones, el margen por servicios y el margen de otros productos y gastos de operación), menos los gastos de administración.

²² Cociente de la cartera vencida y la cartera bruta total.

²³ Cociente de las estimaciones por valuación de la cartera de créditos entre la cartera vencida.

²⁴ Se construye con la relación de la diferencia máxima absoluta del activo neto respecto de las obligaciones, compromisos futuros y contingencias en moneda extranjera, entre el patrimonio computable.

requerimientos legales de 60% del patrimonio cuando la posición es positiva y de 20% cuando es negativa. En este comportamiento influyó la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal observada principalmente durante el segundo semestre de 2011, así como la capacidad de las entidades bancarias para modificar la estructura de activos y pasivos con rapidez.

IV. OBJETIVO FUNDAMENTAL

El artículo 3 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala dispone lo siguiente:

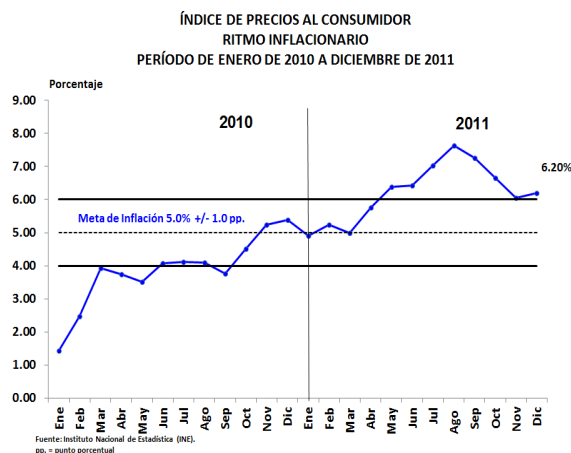
“El Banco de Guatemala tiene como objetivo fundamental, contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual, propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.”

V. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario a diciembre de 2011

El ritmo inflacionario, medido con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se situó a diciembre de 2011 en 6.20%, ligeramente por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta establecida para el presente año por la autoridad monetaria (5.0% +/- 1.0 punto porcentual), luego que desde mayo de dicho año este indicador se ubicara fuera de meta.



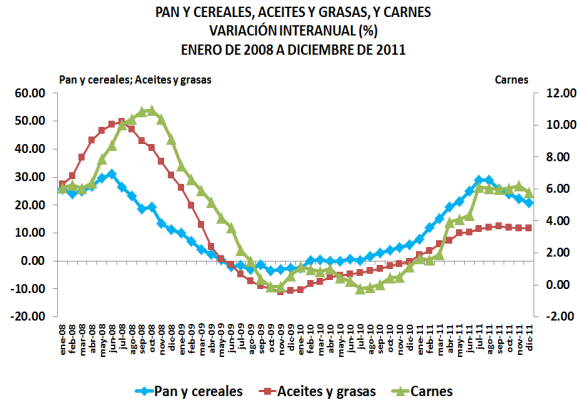
En la evolución del ritmo inflacionario en el transcurso de 2011 influyeron tanto factores externos como internos, algunos afectaron los

rubros de las tres principales divisiones de gasto que conforman la canasta del IPC: *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%); *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 12.61%) y *Transporte* (ponderación 10.43%). Vale indicar que en 2011 la mayoría de gastos básicos que conforman el IPC registraron incrementos. En efecto, en diciembre de 2011 de los 279 gastos básicos que conforman el IPC, 184 gastos básicos presentaron aumentos, lo que representa el 65.95% del total de gastos básicos, situación que denota que las disminuciones de precios que se observaron durante el cuarto trimestre de 2011 estuvieron concentrados en pocos gastos básicos, lo que sería indicativo de que en adición a los choques de oferta, la inflación también pudo estar afectada por presiones de demanda y por efectos de segunda vuelta.

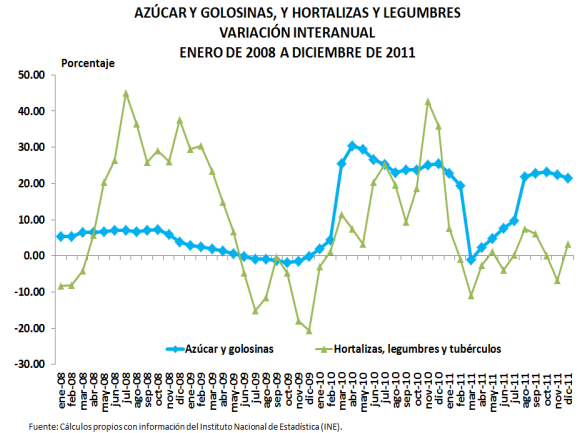
En el caso del rubro de alimentos, el precio internacional de los cereales, particularmente del trigo y en menor medida del maíz amarillo, afectaron los precios internos pues son materias primas para productos como el pan, el aceite, la carne de pollo y la carne de cerdo.

La evolución del precio del maíz blanco en el mercado interno, también afectó el comportamiento del rubro de alimentos, principalmente por el alza observada en el precio medio de las tortillas. En efecto, en el período comprendido de noviembre de 2010 a julio de 2011, el precio del maíz blanco se incrementó como resultado de una disminución en la oferta del grano, comportamiento asociado a factores estacionales; sin embargo, de agosto a diciembre de 2011 el precio del maíz blanco registró una reducción, como resultado del inicio de la cosecha en el departamento de Petén, así como del ingreso al mercado de suministros provenientes de la costa sur, situación que normalizó la oferta del grano en el mercado nacional.

Es importante resaltar que en los últimos meses de 2011, la tendencia al alza que presentaba la variación interanual del precio medio de los grupos de gasto Pan y cereales; Aceites y grasas; y Carnes se estabilizó.



Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística (INE).

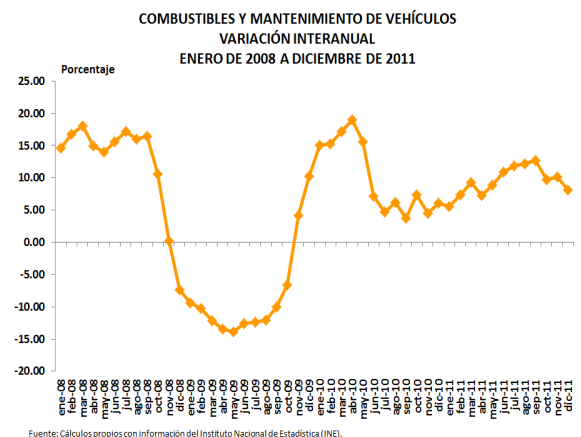


Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Otros productos que incidieron en el comportamiento del rubro de alimentos fueron el azúcar y golosinas y las hortalizas, legumbres y tubérculos. En lo que respecta al precio del azúcar, durante la mayor parte de 2011 éste presentó una tendencia al alza, explicada por una reducción en el volumen de la producción nacional para la zafra 2010/2011 y por problemas de oferta en México, sin embargo, dicho incremento fue neutralizado por las reducciones observadas en otros rubros. Cabe indicar que, derivado de los incrementos de precios registrados y ante un potencial desabastecimiento del edulcorante en el mercado interno, el Gobierno de la República, autorizó mediante el Acuerdo Ministerial 342-2011, la importación de un contingente de azúcar por 50.0 miles de toneladas métricas.

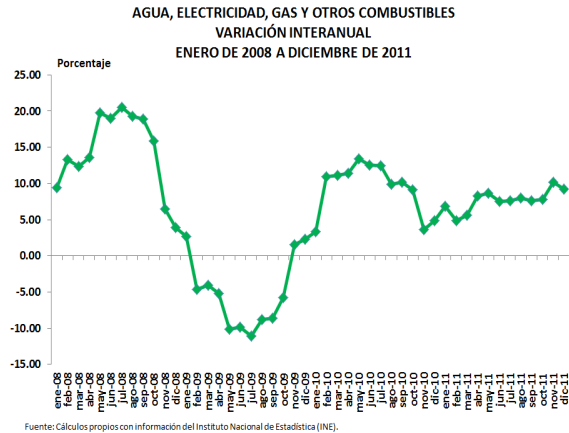
En lo que se refiere al grupo de gasto Hortalizas, legumbres y tubérculos, de marzo a agosto de 2011 se registró una alza importante, explicada, fundamentalmente, por aumentos en el precio medio de productos como el tomate, el guisquil y el chile pimiento, derivado de una reducción en la oferta disponible; sin embargo, de septiembre a noviembre dicho grupo de gasto presentó un cambio de tendencia, ante la caída en los precios medios del tomate, la papa y del repollo, como resultado de un incremento de la oferta en el mercado local al no poder exportarse dichos productos al mercado salvadoreño, debido al paso de la Depresión Tropical 12-E que interrumpió temporalmente las vías de comunicación terrestre con dicho país.

En el comportamiento de la división de gasto *Transporte*, influyeron los combustibles (gasolinas y diésel), que se incrementaron por la evolución del precio internacional del petróleo y por un aumento en la demanda de los mismos; sin embargo, los mismos tienden a desacelerarse.



Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística (INE).

En la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, los productos que influyeron en el alza registrada en el ritmo inflacionario total fueron, principalmente, el gas propano y la leña. Respecto al gas propano, éste fue afectado por el alza en el precio internacional del petróleo. Cabe mencionar que la tendencia registrada por esta división de gasto fue observado hasta mayo de 2011, ya que luego de dicho mes su comportamiento fue más estable.



A continuación se presenta un cuadro en el que se ilustra el comportamiento acumulado a diciembre de las doce divisiones de gasto que conforman el IPC.

**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
POR DIVISIÓN DE GASTO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2010 = 100.0)
A diciembre de 2011**

División de Gasto	Estructura porcentual	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Variación Acumulada ^{1/}
Índice de Precios al Consumidor Total	100.00	100.00	106.20	6.20
➔ 1 Alimentos y bebidas no alcohólicas	28.75	100.00	112.08	12.08
2 Bebidas alcohólicas y tabaco	0.28	100.00	104.97	4.97
3 Prendas de vestir y calzado	7.41	100.00	102.99	2.99
➔ 4 Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	12.61	100.00	105.84	5.84
5 Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar	5.43	100.00	103.01	3.01
6 Salud	4.22	100.00	103.37	3.37
➔ 7 Transporte	10.43	100.00	105.97	5.97
8 Comunicaciones	5.15	100.00	100.83	0.83
9 Recreación y cultura	5.62	100.00	102.16	2.16
10 Educación	3.72	100.00	100.91	0.91
11 Restaurantes y hoteles	9.24	100.00	104.64	4.64
12 Bienes y servicios diversos	7.16	100.00	102.79	2.79

^{1/} Tasa de variación del Índice del mes en examen respecto al mes de diciembre del año anterior.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

RECUADRO 7
IMPACTO DE LA DEPRESIÓN TROPICAL 12-E

A mediados de octubre de 2011, Guatemala se vio afectada por un sistema de baja presión que posteriormente se transformó en la Depresión Tropical 12-E, la cual permaneció en el territorio nacional durante aproximadamente dos semanas, situación que causó daños principalmente, en el sector agropecuario y en la infraestructura vial del país.

Considerando la intensidad del mencionado fenómeno meteorológico, así como los efectos provocados por otros fenómenos de igual naturaleza en años anteriores, se preveía que en octubre y noviembre de 2011 se registrarán importantes incrementos de precios, particularmente del rubro de alimentos, por los daños provocados por las lluvias en combinación con el incremento estacional de las hortalizas y legumbres para la elaboración del fiambre.

No obstante lo anterior, el IPC total presentó en octubre una variación intermensual negativa (-0.04%), resultado principalmente de que algunos gastos básicos como el maíz, tomate, chile pimiento y productos de tortillería, registraron importantes reducciones por aumentos en la producción. En tal sentido, la división de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas* registró una caída de 0.23%; en tanto que en noviembre dicha división registró un leve aumento de 0.15%.

Tomando en cuenta los anteriores resultados del rubro de alimentos, se podría inferir que el fenómeno climático no tuvo un impacto importante en el comportamiento de la inflación; sin embargo, efectuando un ejercicio en el cual se consideró que en octubre el tomate y el maíz no registraron cambios de precios (se eliminan estos rubros porque tuvieron una incidencia muy importante en el comportamiento de la inflación total), y en noviembre únicamente el maíz, se obtuvieron nuevos índices estimados en los cuales al calcular las variaciones intermensuales estas son superiores a las observadas según se aprecia en el cuadro siguiente.

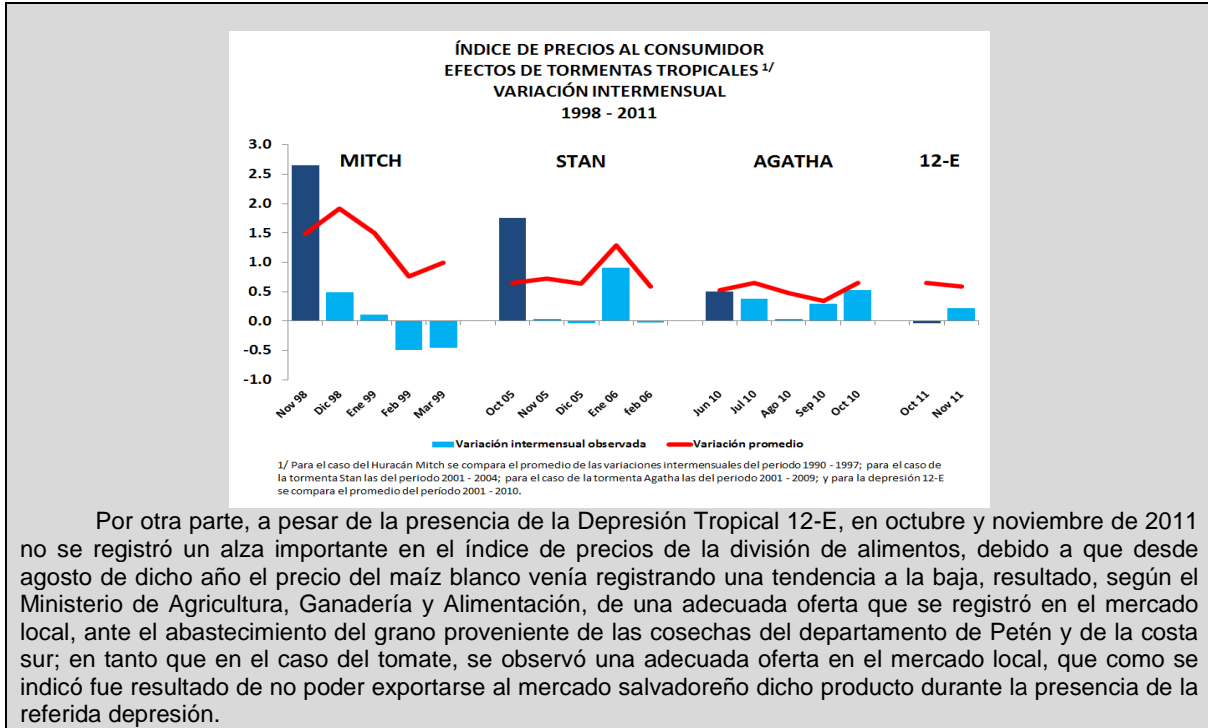
**COMPARATIVO ENTRE LA INFLACIÓN OBSERVADA Y EL EJERCICIO SIN CONSIDERAR
REDUCCIONES EN LOS PRECIOS DEL TOMATE Y MAÍZ EN OCTUBRE
Y DE MAÍZ EN NOVIEMBRE
AÑO 2011**

Mes	IPC Total			Alimentos y bebidas no alcohólicas		
	Observado	Ejercicio	Diferencia	Observado	Ejercicio	Diferencia
	A	B	B-A	A	B	B-A
Octubre	-0.04	0.25	0.29	-0.23	0.71	0.94
Noviembre	0.22	0.40	0.18	0.15	0.75	0.60

En el contexto descrito, al comparar los resultados de los ejercicios elaborados con los promedios históricos para los meses de octubre y noviembre de los años 2001 a 2010, éstos son inferiores a dichos promedios históricos, por lo que se puede inferir que el impacto de la Depresión Tropical 12-E resultó imperceptible, contrario a lo que sucedió cuando ocurrieron los fenómenos climáticos Mitch (1998), Stan (2005) y Agatha (2010), como se aprecia a continuación.

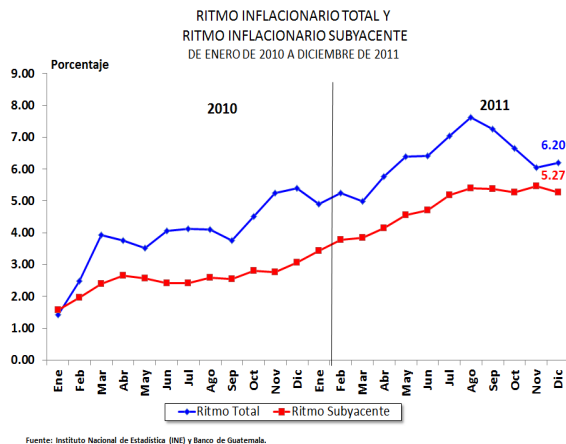
**COMPARATIVO ENTRE LA INFLACIÓN OBSERVADA HISTÓRICA Y EL EJERCICIO SIN CONSIDERAR
REDUCCIONES EN LOS PRECIOS DE TOMATE Y MAÍZ EN OCTUBRE
Y DE MAÍZ EN NOVIEMBRE
AÑO 2011**

Mes	IPC Total			Alimentos y bebidas no alcohólicas		
	Promedio histórico 2001 - 2010	Ejercicio	Diferencia	Promedio histórico 2001 - 2010	Ejercicio	Diferencia
	A	B	B-A	A	B	B-A
Octubre	0.54	0.25	-0.29	0.78	0.71	-0.07
Noviembre	0.59	0.40	-0.19	0.90	0.75	-0.15

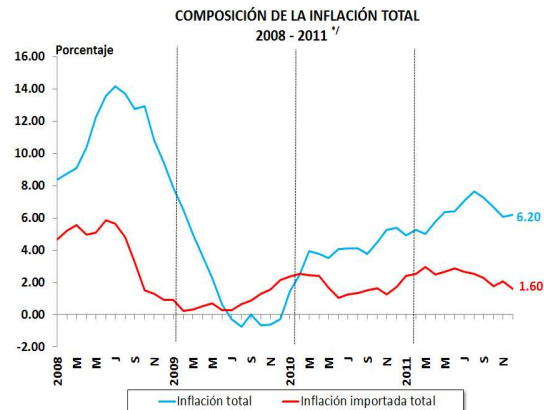


2. Inflación subyacente

A diciembre de 2011, continuando con la tendencia creciente iniciada desde noviembre de 2010, la inflación subyacente se situó en 5.27%, inferior en 0.93 puntos porcentuales respecto de la inflación total (6.20%), situación que denotaría la existencia de presiones inflacionarias de demanda agregada.



diciembre de 2011 (2.39 puntos porcentuales en enero de 2011). La desaceleración registrada por la inflación importada en los últimos meses de 2011 se explica, principalmente, por la reducción observada en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, respecto de los precios prevalecientes durante el primer semestre de 2011. Cabe indicar que, otro factor que contribuyó en la moderación de la inflación importada fue la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal.

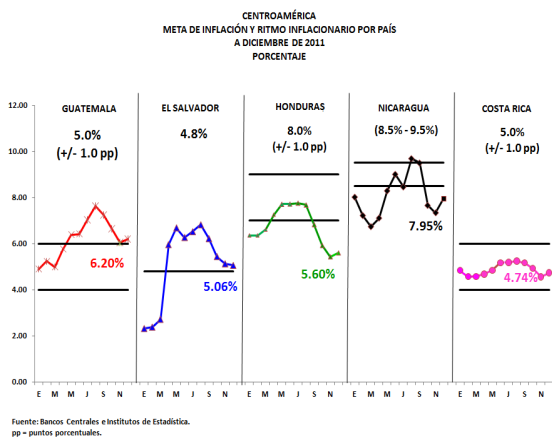
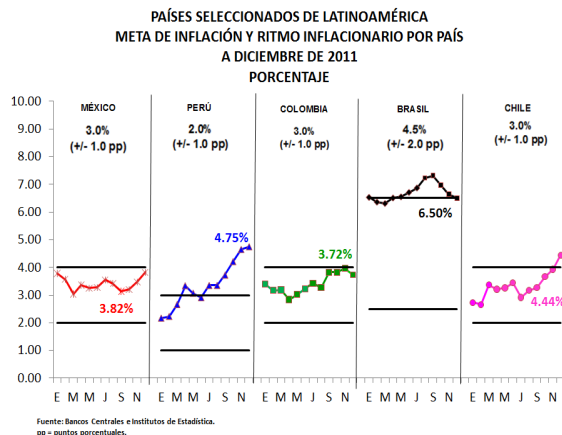


3. Inflación importada

El comportamiento de la inflación importada tendió a desacelerarse a partir de julio de 2011 hasta situarse en 1.60 puntos porcentuales a

4. Inflación en otros países de la región

A nivel centroamericano, los países que registraron alzas en su ritmo inflacionario en 2011 fueron Guatemala y El Salvador, mientras que en el resto de países se observaron disminuciones. En el caso de Guatemala, éste se situó levemente por encima del límite superior de la meta y en el caso de El Salvador, la inflación se ubicó por encima de su meta puntual de inflación. Por su parte, en Honduras y Nicaragua el ritmo inflacionario se situó por debajo del límite inferior de la meta; mientras que en el caso de Costa Rica, éste se ubicó dentro del margen de tolerancia.



La reducción reciente de la inflación en los países de la región centroamericana estuvo asociada, principalmente, a la desaceleración registrada en los rubros de alimentos y de energéticos.

Por otra parte, a diciembre de 2011, de los países latinoamericanos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de Brasil, todos registraron incrementos en sus ritmos inflacionarios. Destaca el hecho de que la inflación en México, Colombia y Brasil, cerró dentro de los márgenes de tolerancia de sus respectivas metas; en tanto que en el caso de Perú y Chile, la inflación se situó por encima del límite superior de su meta.



RECUADRO 8 EL EFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA AL RESTO DE TASAS DE LA ECONOMÍA EN CENTROAMÉRICA

En un estudio empírico efectuado para Centroamérica¹ por economistas del FMI, éstos analizan la efectividad de la tasa de interés como canal de transmisión de la política monetaria, dado que, a excepción de Nicaragua, todos los países CARD señalizan su postura de política monetaria por medio de una tasa de interés de política monetaria. No obstante, dicha señalización se ve mermada por la debilidad de que variaciones en la tasa de interés de política se trasladen a las tasas de interés bancarias.

Al hacer una revisión de la literatura reciente relevante, los autores identifican varios factores que pueden disminuir o mejorar la transmisión de los cambios en la tasa de política monetaria, entre los que destacan:

Factores que deterioran la transmisión de los cambios de la tasa de interés de política monetaria:

1. Altos niveles de dolarización.
2. Poca flexibilidad cambiaria que también dificulta la transmisión de los cambios en las tasas de interés de política monetaria. Al permitir que el tipo de cambio nominal flote, la tasa de interés de política monetaria se vuelve el instrumento de política relevante, enviando una señal clara a los agentes económicos sobre el verdadero objetivo del banco central, lo cual fortalece su independencia y credibilidad.
3. Altos niveles de concentración bancaria limitan la competencia y disminuyen la reacción de los bancos a los cambios en la tasa de interés de política monetaria.
4. Regulación y ambiente institucional débiles reducen la transmisión de los cambios en las tasas de política monetaria dado que causan problemas de información asimétrica y falta de cumplimiento de los contratos, lo cual eleva el costo de intermediación financiera.

Factores que mejoran la transmisión de los cambios de la tasa de interés de política monetaria:

El desarrollo del sistema financiero mejora la transmisión de la tasa de política dado que mayores fuentes alternativas de capital incrementan la elasticidad de la demanda por crédito bancario. Cuando los mercados de dinero e interbancarios son más desarrollados, la transmisión hacia las tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario mejoran, en virtud que el primer paso en el mecanismo de transmisión es por medio de la tasa de interés interbancaria.

1. La fortaleza del sistema financiero.
2. La independencia y credibilidad del banco central.
3. La eliminación de la dominancia fiscal, dado que no se supedita la política monetaria a los objetivos de la política fiscal.

Al efectuar su análisis empírico sobre la transmisión de la tasa de política a otras tasas de interés, los autores comparan los países CARD con los países de LA-6 (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), dado que estos últimos tienen marcos de política monetaria más avanzados, incluyendo esquemas de metas explícitas de inflación bien establecidos, así como flexibilidad cambiaria (aunque en diferente magnitud entre ellos). Del grupo CARD, Guatemala es el único país que opera bajo el esquema de metas explícitas de inflación y tiene flexibilidad cambiaria, pero subrayan los autores que la señalización de la tasa de política monetaria es relativamente débil y que los cambios de la tasa de política se transmiten en período entre ocho meses y un año a diferencia de países como Costa Rica donde la transmisión ocurre más rápido (seis meses). Entre los países de LA-6 la transmisión es más rápida en Perú (cuatro meses) los otros países fluctúan entre seis y ocho meses.

Conforme a los autores, Guatemala, República Dominicana y Costa Rica, son los países que tienen marcos de política monetaria más avanzados.

Con el objetivo que los países CARD eleven sus marcos de política monetaria a las mejores prácticas internacionales, es necesario que prioricen en el corto plazo los tres aspectos siguientes: 1) incrementar la flexibilidad cambiaria; 2) preservar la ausencia de dominancia fiscal, dado que de los países CARD tienen prohibición legal de prestar al gobierno central, aunque en el caso de Honduras la legislación es un poco más débil; y 3) asegurar la independencia del banco central. Mencionan además otros factores que pueden mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria entre los que destacan: el fortalecimiento de la independencia del banco central y de su patrimonio, seguir mejorando la capacidad del banco central para pronosticar la inflación, continuar fortaleciendo la transparencia y la rendición de cuentas del banco central y, seguir mejorando la supervisión y regulación financiera.

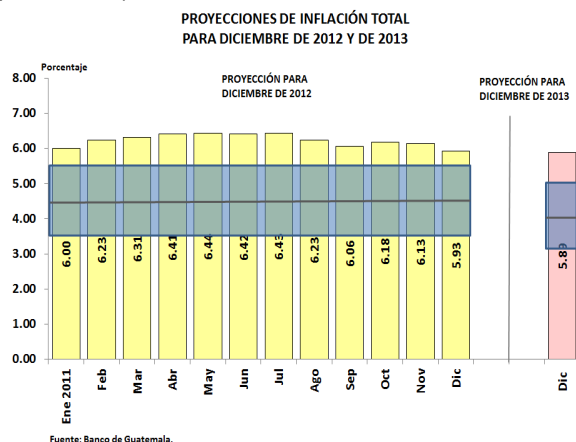
^{1/} El estudio incluye a los países CARD, Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua y República Dominicana.

Fuente: Basado en *The Policy Interest-Rate Pass-Through in Central America*. Medina Cas, Stephanie, Carrión-Menéndez, Alejandro y Frantischek, Florencia. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012

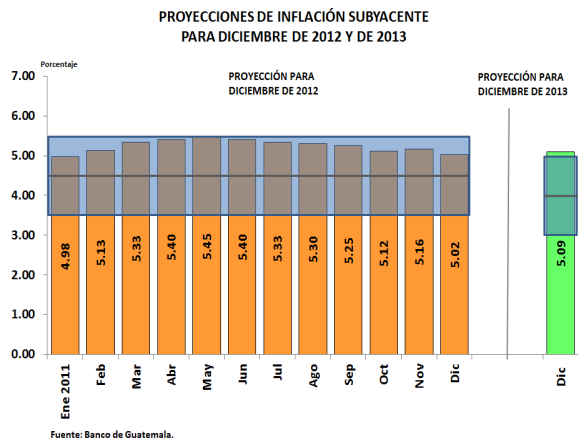
1. Ritmo inflacionario total proyectado

Con base en la información de la inflación total registrada en diciembre de 2011, la proyección para diciembre de 2012 del ritmo inflacionario total se situó por arriba del límite superior de la meta de inflación (4.5% +/- 1.0 punto porcentual), al ubicarse en 5.93%. Para diciembre de 2013 la inflación se estima en 5.89%, porcentaje que también se ubica sobre el límite superior de la meta (4.0% +/- 1.0 punto porcentual).



2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

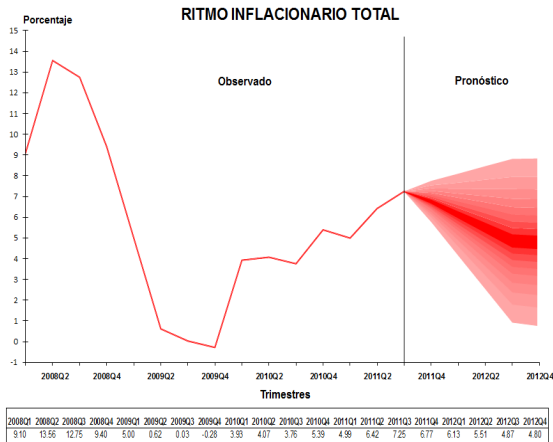
Con base en la información observada a diciembre de 2011, la proyección para diciembre 2012 del ritmo inflacionario subyacente se ubicó en 5.02%; mientras que para finales de 2013, en 5.09%. Cabe señalar que ambas proyecciones se encuentran por encima de los valores puntuales de la meta de inflación y únicamente la proyección para 2012 se ubica dentro de los márgenes de tolerancia de la respectiva meta. La estimación para 2012 mostró una tendencia a la baja que responde a las acciones oportunas de política monetaria para contrarrestar las presiones inflacionarias de demanda así como por la moderación en el precio internacional de algunas materias primas.



C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

1. Diagrama de abanico

De conformidad con las proyecciones provenientes del cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) realizado en noviembre de 2011, se espera que, para diciembre de 2011, la inflación se ubique en 6.77% y para diciembre de 2012, en 4.80% condicionado a una trayectoria de tasas de interés de política monetaria creciente. La inflación estimada para finales de 2011 se encuentra por arriba del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria (5% +/- 1 punto porcentual), en tanto que para diciembre de 2012 se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual), aunque por encima del valor central de dicha meta; por tanto, la orientación de política monetaria de esta variable indicativa es restrictiva en el primer caso y moderadamente restrictiva en el segundo.



Es pertinente indicar que los pronósticos que se mencionan corresponden al escenario base, de manera que cualquier choque exógeno que se registre durante los próximos meses podría desviar el pronóstico de inflación de la trayectoria indicada. Asimismo, como se indicó dichos pronósticos son condicionales a una política monetaria activa por parte del Banco de Guatemala.

El comportamiento esperado de la trayectoria de inflación para 2011 y para 2012 refleja el escenario más plausible, dada la información disponible al momento de realizar la proyección. No obstante, eventos económicos distintos a los considerados implicarán una trayectoria distinta de la inflación esperada y, por tanto, requerirán una modificación en los ajustes sugeridos para la tasa de interés de política monetaria.

Los riesgos asociados a la trayectoria de inflación descrita en el escenario base se encuentran balanceados. Por un lado, existen factores que supondrían una trayectoria de inflación más alta a la proyectada por el escenario planteado asociados a: (i) un aumento en los precios internacionales de las materias primas; (ii) un continuo dinamismo de la actividad económica interna; (iii) crecimiento en la demanda de crédito bancario al sector privado; (iv) aumento en las expectativas de inflación; y (v) efectos de segunda vuelta, reflejados en la inflación observada. Mientras que entre los que podrían inducir a una trayectoria hacia la baja respecto del escenario base se encuentran: (i) menor crecimiento de los Estados Unidos de América; (ii) contracción económica, principalmente de las economías avanzadas, derivado de un contagio financiero desde las economías de la periferia europea hacia el resto de Europa y hacia los Estados Unidos de América; y (iii) precios

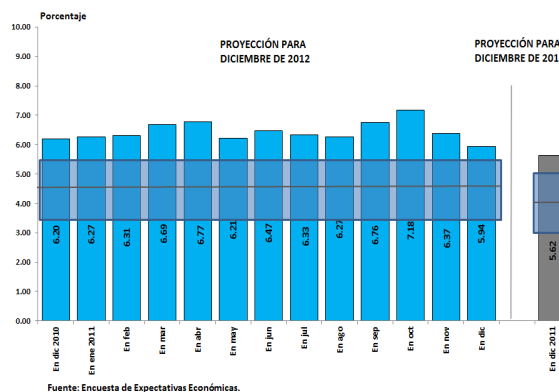
internacionales de las materias primas más bajos que los previstos en el escenario base.

En resumen, no obstante el complejo e incierto escenario externo motiva a la autoridad monetaria a seguir monitoreando el comportamiento de las variables asociadas al mismo, así como aquellas que indiquen presiones inflacionarias de carácter interno, de forma tal que se tomen las acciones de política monetaria oportunas con el objeto de mantener el nivel de inflación dentro del rango meta establecido por la autoridad monetaria para 2012 (4.5% +/- 1 punto porcentual).

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

La encuesta de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizada a finales de 2011, reflejó que para diciembre de 2012 y 2013 el ritmo inflacionario podría situarse en 5.94% y 5.62%, respectivamente, porcentajes que se ubican por arriba del margen de tolerancia de las respectivas metas de inflación. En opinión de dicho panel, las expectativas de inflación se explican, principalmente, por el aumento del precio internacional del petróleo; por el precio internacional de los combustibles y de las materias primas; por el desempeño de la política fiscal y política monetaria; por fluctuaciones en el tipo de cambio nominal; por factores climáticos y la estacionalidad en los productos agrícolas.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
PARA DICIEMBRE DE 2012 Y DE 2013

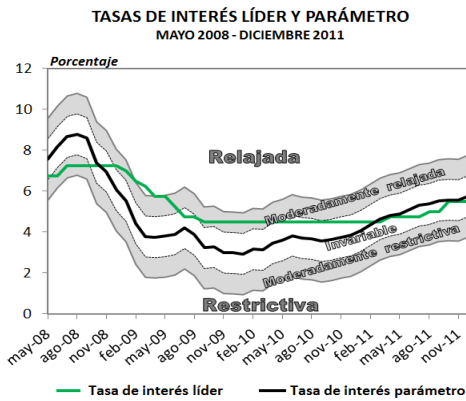


E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS

1. Tasa de interés parámetro

Durante el primer semestre de 2011, la tasa de interés parámetro tuvo un crecimiento más dinámico asociado al comportamiento de los precios internacionales de las materias primas, que aumentaron, sugiriendo pronósticos de inflación mayores y por tanto una brecha de

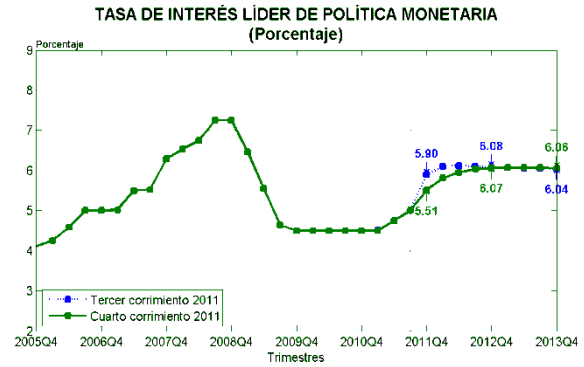
inflación positiva y creciente. Adicionalmente, una tasa de crecimiento estable de la demanda interna (asociada al dinamismo del gasto de los hogares y de la formación bruta de capital fijo) y una mejora en la demanda externa (derivada de la recuperación de las economías avanzadas que parecía ser más fuerte de lo esperado) incidió en que la brecha del producto, aunque negativa, tendía a recuperarse. En contraste, a partir del segundo semestre de 2011, la tasa de interés parámetro registró menor dinamismo, derivado de una desaceleración en los precios internacionales de las materias primas y, por ende, una moderación de la brecha de inflación. Por su parte, la apreciación del tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar a lo largo de 2011 habría ejercido un contrapeso en la evolución de la tasa de interés parámetro. La orientación de política monetaria de la tasa de interés parámetro indicó, a diciembre de 2011, una política monetaria invariable, derivado del efecto de una brecha de inflación positiva que compensó en mayor magnitud las brechas negativas del producto y del tipo de cambio nominal. La tasa de interés líder de política monetaria ha seguido, en general, la trayectoria de la tasa de interés parámetro.



NOTA: Cálculos efectuados con inflación subyacente. Los rangos están calculados a 1 y 2 desviaciones estándar de la diferencia entre la tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria para el período 2008-2011.

2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

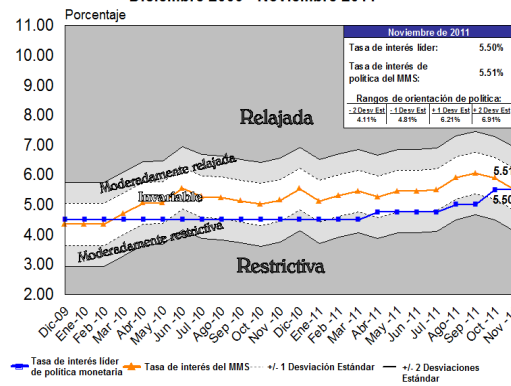
Consistente con la convergencia a la meta de inflación de mediano plazo (4 % +/- 1 punto porcentual), los pronósticos del MMS sugirieron incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria, lo que reflejó una postura de política monetaria restrictiva.



	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Tasa de interés líder	5.90	6.10	6.11	6.10	6.08	6.07	6.06	6.05	6.04
Tasa de interés del MMS	5.51	5.81	5.98	6.03	6.07	6.07	6.07	6.07	6.06
Diferencia	-0.39	-0.29	-0.15	-0.07	-0.02	0.01	0.02	0.02	0.02

Para el último trimestre de 2011 la desviación estándar de la diferencia histórica entre la tasa de interés líder de política monetaria y la tasa de interés del MMS, sugirió que la orientación de la política monetaria se mantuviera invariable.

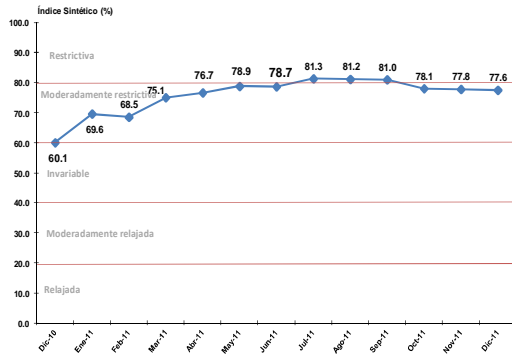
Tasa de interés líder de política monetaria y pronósticos de tasa de interés líder del MMS
Diciembre 2009 - Noviembre 2011



F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

El enfoque prospectivo del índice sintético de las variables indicativas que evalúa de manera conjunta la orientación de política monetaria derivada de las referidas variables y toma en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene dentro del indicador, sugirió en promedio una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, con excepción de julio a septiembre, cuando aconsejó una orientación restrictiva.

ÍNDICE SINTÉTICO DE VARIABLES INDICATIVAS
DICIEMBRE 2010 - DICIEMBRE 2011



ÍNDICE SINTÉTICO COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2010 (%)	AI 31/12/2011 (%)
Relajada	1.62	0.00
Moderadamente relajada	19.38	0.00
Invariable	16.00	27.00
Moderadamente restrictiva	63.00	35.77
Restrictiva	0.00	37.23
TOTAL	100.00	100.00

G. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Emisión monetaria

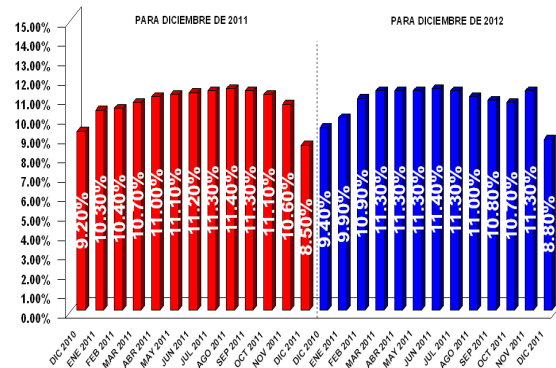
La proyección econométrica para diciembre de 2011 de la emisión monetaria se ubicó en 8.5%, inferior a la de 10.3% estimada en enero de 2011 y la proyección econométrica para diciembre de 2012 se ubicó en 8.8%, inferior a la de 9.9% estimada en enero de 2011, asociadas a las proyecciones de inflación y del producto interno bruto. Al 31 de diciembre de 2011 la emisión registró un aumento de 4.9%. La diferencia entre la tasa de crecimiento interanual proyectada y la registrada, obedece a una menor preferencia de liquidez por parte del público²⁵ y una mayor preferencia por depósitos bancarios²⁶. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez (0.1679) fue menor al registrado a finales

²⁵ Corresponde a la relación numerario en circulación / depósitos bancarios totales.

²⁶ Corresponde a la relación encaje bancario total / depósitos bancarios totales.

de 2010 (0.1831). Por su parte, el coeficiente de retención bancaria fue de 0.1674 en diciembre de 2011 mayor al de diciembre de 2010 que fue de 0.1672, lo que estaría evidenciando la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario.

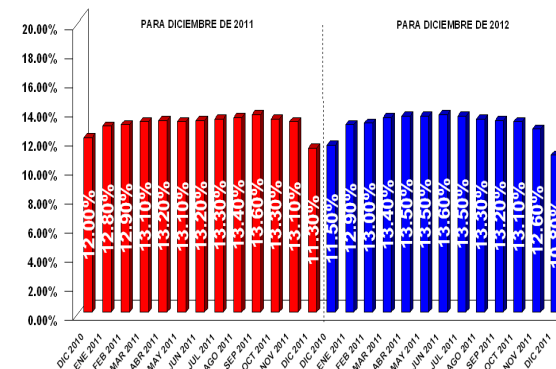
PROYECCIONES INTERANUALES DE EMISIÓN MONETARIA
PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012
Porcentajes



2. Medios de pago

La proyección de la tasa de variación interanual de los medios de pago fue corregida a la baja en el durante el cuarto trimestre de 2011, ubicándose en 11.3% en diciembre de 2011. Para 2012 se proyecta una tasa de crecimiento interanual de los medios de pago de 10.80%.

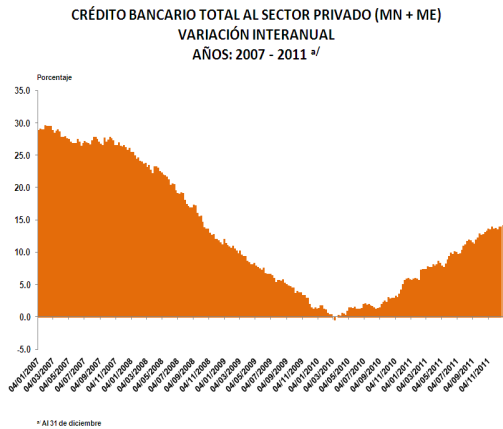
PROYECCIONES INTERANUALES DE MEDIOS DE PAGO
PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012
Porcentajes



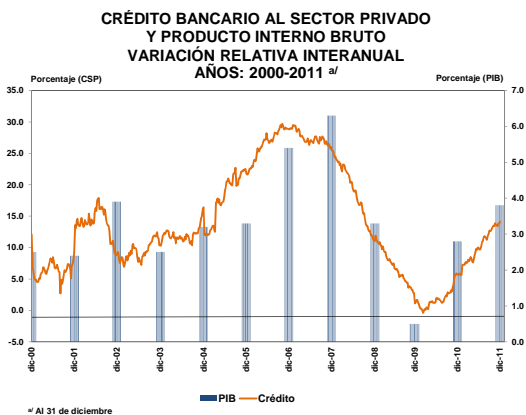
La variación interanual de los medios de pago totales al 31 de diciembre de 2011 fue de 10.7%, inferior a la registrada en el año previo (11.3%) comportamiento asociado particularmente a la evolución de los medios de pago en moneda extranjera, los cuales crecieron 14.7%.

3. Crédito bancario al sector privado

Al 31 de diciembre de 2011, el crédito bancario al sector privado registró un aumento de 14.1%, (5.7% a la misma fecha de 2010) continuando con la tendencia positiva iniciada en marzo de 2010, influenciado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda extranjera.



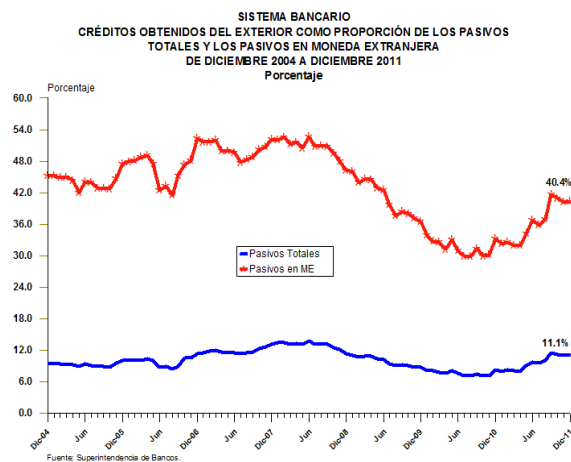
El crecimiento del crédito al sector privado en moneda extranjera podría estar asociado a la recuperación que mostraron las actividades que se vieron más afectadas durante el periodo de la crisis, como la industria manufacturera (77.3%), el sector de electricidad, gas y agua (75.5%), el comercio (33.6%) y la construcción (7.3%). Del incremento interanual del crédito al sector privado, el 72.8% fue otorgado por bancos grandes, el 25.4% por bancos medianos y el 1.8% por bancos pequeños.



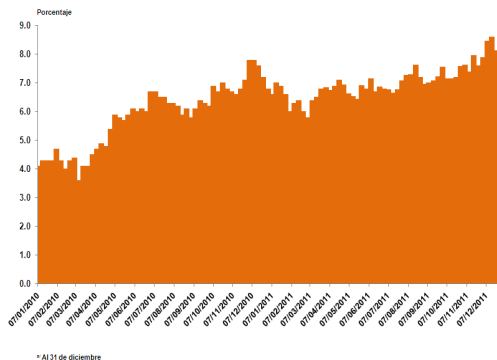
El crédito en moneda nacional registró una variación interanual de 8.5% (6.7% a la misma fecha del año previo). Es importante indicar que el crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera (Q7,348.2 millones), no es generalizado, deviene de entidades, cuyo

principal nicho es el sector corporativo y se ha canalizado principalmente a la industria manufacturera y, en particular, a los ingenios y refinarias de azúcar, al comercio interno y a la actividad económica de electricidad, gas y agua, particularmente a la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.

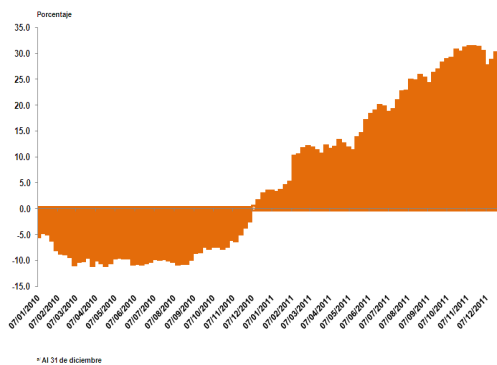
En cuanto a las fuentes de fondeo del crédito en moneda extranjera, destacaron los créditos obtenidos del exterior, que a diciembre de 2011 representaban el 40.4% del total de pasivos en moneda extranjera del sistema bancario y el 11.1% de los pasivos totales, niveles que si bien han venido creciendo, permanecen por debajo de los registrados a mediados de 2008 (52.7% y 13.8%, respectivamente).



CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (MN)
VARIACIÓN INTERANUAL
AÑOS: 2010 - 2011 ^{a/}



CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (ME)
VARIACIÓN INTERANUAL
AÑOS: 2010 - 2011 ^{a/}



RECUADRO 9

¿LAS EXPANSIONES ACELERADAS DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NECESARIAMENTE CONDUCE A UN *BOOM* CREDITICIO? EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Años antes de la crisis económica y financiera global, el crédito al sector privado creció aceleradamente en muchos países emergentes, en particular, latinoamericanos y asiáticos. De hecho, algunos de estos últimos aún presentan crecimientos importantes.

El crédito al sector privado por lo general crece por tres razones: 1) profundización financiera; 2) recuperación de la actividad económica luego de un ciclo de bajo crecimiento; y 3) períodos de crecimiento económico sobre el nivel potencial. En el primer caso, el crecimiento del crédito obedece a un mayor nivel de desarrollo financiero; en el segundo caso, se trata sólo de una corrección tanto en la demanda como en la oferta de crédito; mientras que en el tercer caso el crédito crece mucho y rápidamente, en especial cuando se trata de un *boom* de crédito, lo cual genera desequilibrios en las hojas de balance de las instituciones financieras y por lo general termina abruptamente y dependiendo de su magnitud puede conducir a una crisis financiera. No obstante, un crecimiento acelerado del crédito no necesariamente implica un *boom* crediticio. El análisis que se presenta a continuación aunque no pretende ser exhaustivo, sí busca caracterizar un *boom* de crédito, describir sus consecuencias y el papel de la política monetaria.

De acuerdo con Elekdag and Wu (2011), luego de analizar 99 casos de booms en países emergentes, cuando se experimenta un *boom* de crédito se observan las condiciones siguientes:

1. Un deterioro de los balances de las entidades financieras y algunos síntomas de sobrecalentamiento de la economía incluyendo: ingresos de capital privado excesivos, crecimiento del déficit en cuenta corriente, incrementos importantes en los precios de los activos y una fuerte demanda agregada interna.
2. Tasas de interés internacionales muy bajas (reflejo de excesos en la liquidez global).



3. Políticas macroeconómicas relajadas, en particular la política monetaria.

La pregunta relevante sería entonces: ¿Cómo se identifica un *boom* de crédito? Conforme los autores antes citados, un boom de crédito dura alrededor de 3 años con tres fases, una de expansión, otra donde alcanza su máximo y otra en la que termina que generalmente dura un año. Un *boom* de crédito también se identifica cuando el crecimiento del crédito en términos reales supera una vez la desviación estándar del crecimiento cíclico del crédito (1.5 veces parece ser el consenso según la literatura al respecto). Ellos indican que, según su estudio, todo crecimiento acelerado de crédito tiene un 50% de probabilidad de convertirse en un *boom* de crédito. Además, establecen una regla que, aunque parece simple e ignora parcialmente las características específicas de cada país, es fácil de calcular y evidencia cuando el crecimiento de crédito podría llegar a convertirse en un *boom*, la cual indica que crecimientos reales y nominales del crédito que excedan 15% y 20%, respectivamente, deben constituir señales de alerta y, por ende, ameritan un seguimiento más cercano por parte del ente supervisor y las autoridades monetarias. Vale indicar que un boom de crédito se constituye en un riesgo no sólo para la estabilidad financiera, sino también para la estabilidad macroeconómica, dado que al finalizar de manera repentina éste, entre otros aspectos, conduce a un incremento significativo de la tasa de interés activa, un proceso fuerte de desapalancamiento de las entidades financieras, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia y, generalmente, depreciaciones cambiarias fuertes y abruptas.

En este contexto, los autores subrayan la importancia del rol de la política monetaria, dado que muchos episodios de *booms* crediticios han ocurrido en un ambiente de tasas de interés de política monetaria bajas. Ello es así porque un relajamiento de la política monetaria durante la fase de expansión del *boom* reduce el costo del crédito para empresas y hogares por lo que los mismos están más dispuestos a asumir mayores riesgos y los estándares para el otorgamiento de crédito se relajan y, por tanto, se otorga crédito a empresas u hogares que en condiciones normales no serían sujetos de crédito.

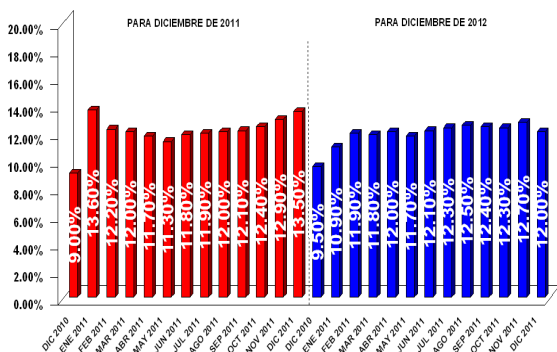
Tasas de interés de política monetaria bajas y, por ende, tasas activas menores, también pueden alimentar un incremento en el precio de los activos y sus colaterales (en particular en el sector vivienda) y, al mismo tiempo incrementar la capacidad de otorgamiento de crédito por parte de las entidades, aunque sea de manera temporal. En las circunstancias descritas, el crédito se vuelve a expandir y nueva deuda es adquirida por el sector privado para financiar su consumo e inversión. En consecuencia, los mayores niveles de actividad económica incrementan los precios de los activos, lo cual perpetúa este mecanismo de retroalimentación, convirtiéndose en un círculo virtuoso. Sin embargo, este proceso es insostenible, por lo que cuando los precios de los activos caen se revierte el mecanismo descrito y entonces se genera un círculo vicioso. Esta dinámica es consistente con lo que en la literatura económica se conoce como el acelerador financiero.

En resumen, en términos del papel de la política monetaria, existe suficiente evidencia empírica que indica que una política monetaria restrictiva reduce el acceso al crédito para prestatarios que en condiciones normales no serían sujetos de crédito por ser riesgosos (o lo serían a tasas de interés punitivas) en tanto que el relajamiento monetario amplía la posibilidad de que éstos tengan acceso al crédito, en virtud que los bancos disminuyen su aversión al riesgo en un ambiente de tasas de interés bajas.

Fuente: Basado en *Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?* Elekdag, Selim y Wu Yiqun. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

La estimación de crecimiento del crédito bancario para finales de 2011 fue de 13.5%, en tanto que, para 2012, de 12.0%.

PROYECCIONES INTERANUALES DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012
Porcentajes



4. Tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, del sistema bancario (en M/N y en M/E)

a) En moneda nacional

Durante 2011, las tasas de interés activas, promedio ponderado, mostraron una leve tendencia al alza al situarse en 13.51% respecto de 13.25% en diciembre de 2010²⁷, explicado por incrementos de tasas de algunos bancos pequeños; mientras que las pasivas exhibieron un comportamiento a la baja, al situarse en 5.19% (5.34% en diciembre de 2010)²⁸.

b) En moneda extranjera

Las tasas de interés en moneda extranjera, activas y pasivas, promedio ponderado, exhibieron una marcada tendencia hacia la baja al situarse en 6.70% (7.63% al 31 de diciembre de 2010)²⁹ y 2.67% (3.08% en

²⁷ La tasa de interés activa, promedio ponderado, en moneda nacional de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, se situó en 11.81%, mientras que al 31 de diciembre de 2011 en 11.85%, la de los bancos medianos, se ubicó en 13.62% (13.77% en diciembre 2010) y la de los bancos pequeños, pasó de 26.56% a 30.26%.

²⁸ La tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de 2011 pasó de 5.00% a 4.79% en los bancos grandes, de 5.82% a 5.79% en los bancos medianos y de 6.85% a 6.72% en los bancos pequeños.

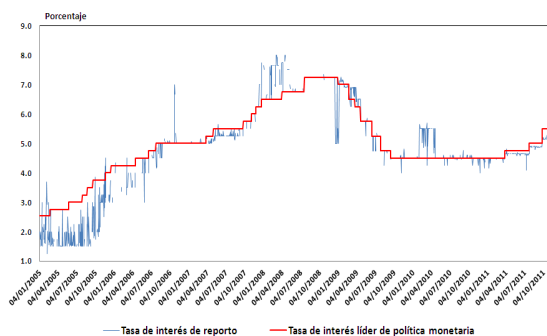
²⁹ La tasa de interés activa en moneda extranjera, entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de 2011 pasó de 6.99% a 6.11% en los bancos grandes, de 8.89% a 7.86% en los medianos y de 12.43%, a 11.73% en los bancos pequeños.

diciembre de 2010) en su orden³⁰.

5. Tasa de interés de operaciones de reporte al plazo de 1 día

Durante 2011, la tasa de interés de las operaciones de reporte al plazo de 1 día reflejó un comportamiento estable³¹, situándose el 31 de diciembre de 2011 en 5.38%. Es pertinente destacar que el comportamiento de esta tasa de interés, a lo largo de 2011, se vio influenciado por los incrementos registrados en la tasa de interés líder de la política monetaria efectuados durante dicho año.

TASA DE INTERÉS PARA OPERACIONES DE REPORTE A 1 DÍA Y TASA DE INTERÉS LÍDER
Enero 2005 - Diciembre 2011³¹



³¹ Al 31 de diciembre

³⁰ La tasa de interés pasiva en moneda extranjera, entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de 2011 pasó de 2.78% a 2.58% en los bancos grandes, de 3.17%, a 2.54% en los medianos y en los bancos pequeños de 5.07% a 4.41%.

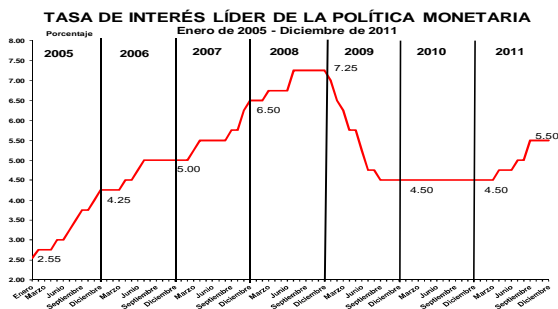
³¹ En 2011, registró su nivel mínimo (4.08%) el 13 de julio y su valor máximo (5.38%) el 31 de diciembre.

VI. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 2011

A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER

Conforme el calendario aprobado por la Junta Monetaria, en 2011 dicho cuerpo colegiado tomó decisión respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria en ocho ocasiones. El 23 de febrero decidió mantenerla invariable en 4.50%; el 30 de marzo la elevó en 25 puntos básicos situándola en 4.75%; el 27 de abril y el 29 de junio decidió mantenerla invariable en 4.75%; el 27 de julio la incrementó en 25 puntos básicos ubicándola en 5.00%; el 28 de septiembre la elevó en 50 puntos básicos situándola en 5.50%; en tanto que el 26 de octubre y el 30 de noviembre la mantuvo invariable en 5.50%.

Entre los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas destacan, en el orden externo, los riesgos inflacionarios debido a la volatilidad observada en los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), así como la incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial (particularmente la agudización en las condiciones de volatilidad e incertidumbre observada en la Zona del Euro y la situación fiscal en los Estados Unidos de América); en tanto que en el orden interno, se tomó en cuenta las expectativas de inflación de los agentes económicos, el dinamismo de los principales indicadores de la actividad económica del país, los que denotaron presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, así como una mayor volatilidad de los precios por efectos de segunda vuelta provenientes de choques de oferta.





RECUADRO 10 ¿CÓMO MEJORAR LOS MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA EN CENTROAMÉRICA?

En un estudio empírico efectuado para Centroamérica por Medina, Carrión-Menéndez y Frantischek (2011) se indica que a pesar de los esfuerzos realizados desde mediados de los noventa por las autoridades monetarias de los países de CARD para mejorar el marco de formulación ejecución de su política monetaria, los niveles de inflación de la región han sido mayores que los de otros países de Latinoamérica, particularmente a partir de 2000. Dicha situación puede reflejar la necesidad de fortalecer el marco institucional de su política monetaria, pero también de atender algunas debilidades estructurales, tomando en consideración que el adecuado funcionamiento del marco de política monetaria en el contexto de un régimen de flexibilidad cambiaria, es esencial para mantener la estabilidad macroeconómica y para ayudar a moderar los efectos de choques externos.

En muchas economías, los canales por medio de los cuales la política monetaria es transmitida a los precios y a la producción enfrentan muchas restricciones, incluyendo insuficiente flexibilidad del tipo de cambio nominal, alta dolarización financiera, dominancia fiscal, bajos niveles de intermediación financiera y posición patrimonial débil del banco central.

Una revisión de la literatura al respecto, permite a los autores distinguir aquellos elementos principales que pueden fortalecer el marco de la política monetaria, en particular los relativos al esquema de metas explícitas de inflación, dado que la mayoría de los bancos centrales de la región desean operar bajo este esquema. A continuación se listan los referidos factores.

1. La introducción de un esquema de metas explícitas de inflación y una mayor flexibilidad cambiaria en los países emergentes ha contribuido al menor efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación.
2. Algún grado de suavizamiento del comportamiento del tipo de cambio nominal es deseable, lo cual justifica en parte la intervención del banco central en el mercado cambiario, pero teniendo la claridad que el principal objetivo es la meta de inflación y que el referido suavizamiento se vuelve un objetivo secundario.
3. Los principales beneficios del esquema de metas de inflación es su habilidad por reducir la inflación, pero también de reducir los efectos adversos en la producción.
4. Una adecuada comunicación a los mercados sobre las acciones de la política monetaria ayuda a mantener ancladas las expectativas de inflación, así como a mantener la credibilidad del banco central.

Caracterización de los marcos de política monetaria en los países de CARD

1. **Priorización del objetivo de inflación.** Todos los bancos centrales de la región tienen la estabilidad de precios como un objetivo, pero en algunos casos no es el único. Por ejemplo, Costa Rica, Honduras y Nicaragua tienen también el mandato legal según los autores de velar por la estabilidad de la moneda. En la práctica, Guatemala, Costa Rica y República Dominicana tienen rangos de metas de inflación, pero los dos últimos países dan mucha importancia al tipo de cambio como ancla nominal de su política monetaria, en tanto que Guatemala tienen una regla de participación para moderar la volatilidad cambiaria. Según los autores, a pesar de que Guatemala ha adoptado un régimen cambiario flexible, en congruencia con el hecho de que opera bajo el esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad cambiaria en realidad ha sido limitada, en parte debido a la regla de participación. En opinión de los técnicos del Banco de Guatemala, la moderación de la volatilidad en el tipo de cambio mediante la regla de participación se fundamenta en que el mercado cambiario en el país es poco profundo y concentrado y que el efecto traspaso del tipo de cambio nominal a los precios ha sido históricamente bajo. Otros países de Latinoamérica que operan en metas explícitas de inflación también lo hacen.
2. **Independencia del banco central.** La principal crítica de los autores en este sentido es que los presidentes de los bancos centrales en la mayoría de los países de CARD son designados por el presidente de la república y ello resta independencia a los bancos centrales. En ese particular, los autores no señalan que en el caso de Guatemala, el periodo del mandato del Presidente del Banco de Guatemala se traslapa con el del Presidente de la República. Cabe resaltar el mérito de la sugerencia de los autores relativo a que una mejora en la situación patrimonial de los diversos bancos centrales, contribuiría a elevar su independencia operacional.
3. **Efectividad de los instrumentos de política monetaria.** Todos los países de CARD muestran, según los autores, un mercado de dinero poco desarrollado. El control de la liquidez se efectúa mediante el encaje bancario, facilidades permanentes y subastas de títulos del banco central. Los autores destacan que el Banco de Guatemala ha mejorado el marco operativo de su política monetaria al introducir la tasa de interés a un día (*overnight*) como su instrumento operacional desde junio de 2011, pero señalan que la transmisión de los cambios de la tasa de interés de política aún es débil.
4. **Otros factores.** Los autores construyeron un índice de fortaleza del marco de la política monetaria y



destacaron que Guatemala tiene el marco de política monetaria más sólido de los países de CARD, seguido por Costa Rica y República Dominicana, pero los tres países aún se encuentran lejos del índice de Chile (el cual usaron de *benchmark*), por lo que opinan que aún hay espacio para efectuar mejoras. También destacaron que el Banco de Guatemala efectúa una encuesta de expectativas de inflación y la publica en su sitio de Internet y consideran que el Banco de Guatemala es uno de los bancos centrales más transparentes de la región dado que publica, entre otros documentos relevantes, las minutas de sus reuniones de política monetaria y el Presidente de la institución acude dos veces al año al Congreso de la República en el marco de rendición de cuentas a la sociedad.

¹ El estudio incluye a los países de CARD (Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua y República Dominicana).

Fuente: Basado en *Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America*. Medina Cas, Stephanie, Carrión-Menéndez, Alejandro y Frantischek, Florencia. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso del Banco de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero, público y privado no financiero, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

1. Por plazo

Entre el 4 de enero y el 31 de mayo de 2011 las OEM por plazo se realizaron a 7 días, por medio de subastas diarias de neutralización de liquidez y de la ventanilla de facilidad permanente, con bancos y sociedades financieras, mediante los mecanismos de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, así como en ventanilla con las entidades del sector público. A partir del 1 de junio de 2011 entró en vigencia el esquema definitivo para la implementación de la tasa de interés líder de la política monetaria, en el cual las referidas operaciones se realizarán únicamente al plazo de 1 día (*overnight*).

El saldo de las OEM al plazo de 7 días disminuyó Q683.2 millones entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de mayo de 2011, al pasar de Q4,779.4 millones a Q4,096.2 millones (Q3,336.0 millones por medio de subastas de neutralización de liquidez, Q307.0 millones por

medio de facilidades permanentes de neutralización de liquidez y Q453.2 millones por medio de operaciones en ventanilla con entidades del sector público). Al 7 de junio no se registró saldo alguno de las referidas operaciones debido a que, como se indicó, a partir del 1 de junio las OEM de neutralización de liquidez se realizan únicamente al plazo de 1 día. Por su parte, el saldo de las referidas operaciones al plazo de 1 día se incrementó en Q2,715.8 millones entre el 1 de junio y el 31 de diciembre de 2011, al pasar de Q275.2 millones a Q2,991.0 millones (Q2,452.7 millones por medio de subastas de neutralización de liquidez, Q420.0 millones de facilidades permanentes y Q118.3 millones por medio de operaciones en ventanilla con entidades del sector público).

Cabe mencionar que en 2011 no se realizaron operaciones de inyección de liquidez.

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de 2011, el saldo de las OEM a largo plazo aumentó Q385.8 millones, al pasar de Q7,931.6 millones a Q8,317.4 millones, asociado al efecto neto entre los vencimientos por Q411.8 millones y las captaciones por Q797.6 millones.

2. Por fecha de vencimiento

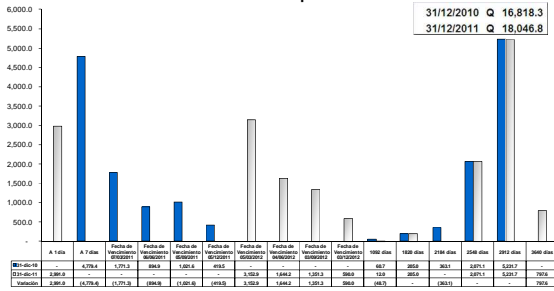
Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de 2011, el saldo de las OEM por fecha de vencimiento registró un incremento de Q2,631.1 millones, al pasar de Q4,107.3 millones a Q6,738.4 millones.

3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria

El saldo total de las OEM aumentó Q1,228.5 millones, al pasar de Q16,818.3 millones el 31 de diciembre de 2010 a Q18,046.8 millones el 31 de diciembre de 2011.



SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
AL 31/12/2010 Y AL 31/12/2011
En millones de quetzales



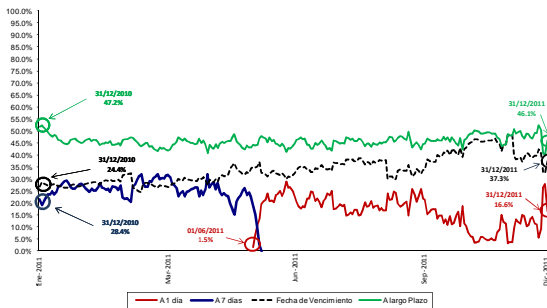
El costo financiero promedio ponderado de las OEM, durante el periodo del 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2011, aumentó de 6.51% a 6.99%, con el que el costo de la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2011 fue de Q1,195.5 millones, equivalente a 0.3% del PIB.

OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
Saldos en millones de quetzales

Plazos y Fechas	31-dic-10	31-dic-11
A 1 día	-	2,991.0
A 7 días	4,779.4	-
07/03/2011	1,771.3	-
06/06/2011	894.9	-
05/09/2011	1,021.6	-
05/12/2011	419.5	-
05/03/2012	-	3,152.9
04/06/2012	-	1,644.2
03/09/2012	-	1,351.3
03/12/2012	-	590.0
Por fecha de vencimiento	4,107.3	6,738.4
A largo plazo	7,931.6	8,317.4
Total	16,818.3	18,046.8

Los pesos relativos de las OEM al 31 de diciembre de 2010 eran los siguientes: a 7 días, 28.4%; por fecha de vencimiento, 24.4%; y a largo plazo, 47.2%. Al 31 de diciembre de 2011 dichos pesos fueron 16.6% para el plazo a 1 día, 37.3% por fecha de vencimiento y 46.1% a largo plazo.

OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA PORCENTUAL
SALDOS DIARIOS POR PLAZO
ENERO - DICIEMBRE 2011





SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. ASPECTOS GENERALES

La mayoría de bancos centrales en el mundo y particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, determinan su política monetaria sin un periodo de vigencia definido, por lo que ésta es ajustada cuando ocurren cambios en el entorno macroeconómico externo o interno que la afectan. Ello refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria y da certeza a los agentes económicos respecto al compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de su política monetaria.

En el caso de Guatemala, según lo dispuesto en los artículos 133 de la Constitución Política de la República y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, una de las atribuciones de la Junta Monetaria es determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional, de donde se advierte que la ley no establece que la referida política se deba determinar con vigencia únicamente para un año calendario, aunque ésta ha sido la práctica.

En adición, la Junta Monetaria en resolución JM-161-2010 estableció que la meta de política monetaria para un horizonte de mediano plazo sería de 4% +/- 1 punto porcentual a alcanzar a partir del 2013, siendo este un primer paso para ir adoptando un esquema de política monetaria para un horizonte indefinido. Vale destacar que el Banco de Guatemala, tomando en cuenta las recomendaciones de asistencias técnicas de expertos internacionales, ha venido ajustando sus mecanismos operativos por medio de los cuales ejecuta su política monetaria, lo cual confirma el compromiso del Banco Central de ir adoptando las mejores prácticas internacionales para el desarrollo institucional.

Considerando lo anteriormente indicado y que es oportuno avanzar hacia un marco de política monetaria que conlleve un mayor grado de certeza y estabilidad y que no existe limitación legal para hacerlo, a partir de 2012 la Junta Monetaria dispuso determinar la política monetaria, cambiaria y crediticia sin una vigencia definida. Este cambio eliminaría muchas de las rigideces que la práctica actual impone a la conducción de la política monetaria bajo el esquema de metas explícitas de inflación, particularmente el cumplimiento efectivo de una

sola meta de inflación (la de mediano plazo) y no de dos metas como las que existen actualmente (una anual en 2012 y una de mediano plazo, a partir de 2013). Otra ventaja de este cambio es que haría congruente la definición de la meta de inflación en un horizonte de mediano plazo con el marco de la política monetaria.

Es importante puntualizar que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala revisarán por lo menos una vez al año la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada y, cuando las circunstancias del entorno económico nacional e internacional lo ameriten, propongan a la Junta Monetaria las modificaciones que se consideren necesarias a la referida política

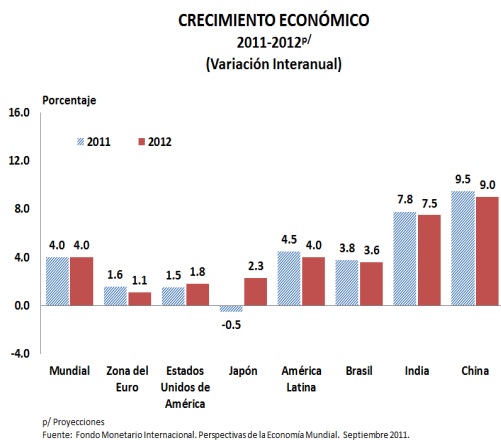
II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante 2011, la economía mundial se vio afectada por varios acontecimientos adversos que incidieron en el desempeño económico a nivel global. En los Estados Unidos de América el ritmo de crecimiento económico se desaceleró, debido a rigideces en los mercados inmobiliario y laboral que limitaron la expansión del consumo privado, así como a las expectativas de un deterioro de la economía mundial por la intensificación de la crisis de la deuda soberana en Europa. La ralentización que se observa en la Zona del Euro ante la intensificación de problemas fiscales por la crisis de deuda soberana y de la banca local repercutieron en una reducción del crédito al sector privado, lo que generó una marcada volatilidad en los mercados financieros y un fuerte incremento en la aversión al riesgo. En adición, los esfuerzos de las autoridades de la región no han tenido el impacto deseado para recuperar la confianza del mercado y la crisis que inició en la periferia se ha propagado a economías grandes de la región (como Italia y Francia), lo que además de generar volatilidad en los mercados financieros internacionales, ha afectado la recuperación del consumo privado y de la producción industrial. Se ha generado un círculo vicioso, a causa de que la crisis de la deuda se intensifica ante las menores expectativas de crecimiento económico y, éste a su vez, se limita ante la falta de solución de la crisis. Por su parte, Japón sufrió un devastador terremoto y *tsunami*,

que afectó su actividad económica. En algunos países productores de petróleo del Oriente Medio y del Norte de África hubo tensiones políticas, lo que ocasionó recortes en la oferta de dicho bien, generando incrementos en el precio internacional del petróleo, complicando las posibilidades de recuperación económica global y repercutiendo en presiones inflacionarias.

Las proyecciones a septiembre de 2011 del Fondo Monetario Internacional (FMI) para 2012 apuntan a un crecimiento económico mundial de 4.0%, aunque moderado y desigual, que estará condicionado a los aspectos siguientes: a) que la volatilidad de los mercados financieros a nivel mundial no se intensifique; b) que la crisis de la deuda soberana en la Zona del Euro no se profundice; c) que los precios internacionales de las principales materias primas no continúen elevándose; y d) que las principales economías con mercados emergentes permanezcan con un relativo dinamismo, creciendo a tasas menores que las de 2011.



La referida estimación se asocia a una mejora en las previsiones de crecimiento económico en los Estados Unidos de América y en Japón, ya que para la Zona del Euro se estima una desaceleración, mientras que para las economías con mercados emergentes, si bien se desacelerarían, continuarán con crecimientos económicos importantes. Las economías avanzadas en su conjunto tendrían un crecimiento modesto de 1.9% (1.6% en 2011), debido, en parte, a que la recuperación del consumo será lenta y que el desempleo se mantendrá elevado durante algún tiempo, en tanto que las emergentes crecerían 6.1% (6.4% en 2011) a causa de que continuarían las mejores condiciones de financiamiento externo, términos de intercambio favorables por precios de materias

primas relativamente altos y mayores flujos de capital, aunque la demanda externa no se acelerará.

El escenario base para los Estados Unidos de América es de un crecimiento de 1.8%, mayor al 1.5% de 2011 y reflejaría la leve aceleración en la demanda interna y en las exportaciones netas. Se sustenta también en que se prorrogarían en 2012 las medidas de estímulo adoptadas desde diciembre de 2010, como el seguro de desempleo y las reducciones de los impuestos, medidas que expirarán en 2013; sin embargo, la incertidumbre fiscal prevalecerá ante la falta de consenso del denominado Super Comité del Congreso estadounidense³² al no lograr un acuerdo de consolidación fiscal de mediano plazo.

En la Zona del Euro las perspectivas son más desfavorables, dada la persistente turbulencia financiera que seguirá afectando la confianza y la disponibilidad de financiamiento. El crecimiento económico de la región sería de 1.1% (1.6% estimado para 2011). Si bien en 2011 las economías de Alemania y Francia registraron un comportamiento positivo respecto de los países de la periferia, los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración generalizada del crecimiento. La presión de los mercados financieros seguirá afectando a muchos países de la periferia y hay un alto consenso respecto a la necesidad de aplicar medidas más intensas de austeridad fiscal para evitar un desapalancamiento más drástico del sector privado y la agudización del desempleo. Adicionalmente, Portugal y Grecia permanecerán en recesión en 2012 y parte de 2013. En España e Italia, el aumento de las tasas de interés de la deuda soberana, el ajuste fiscal más intenso y las crecientes tensiones financieras en los bancos de la región, seguirán limitando el crecimiento económico, el cual es débil.

³² El Super Comité estaba integrado por 12 miembros, 6 Demócratas y 6 Republicanos. Su objetivo era buscar alternativas, a más tardar el 21 de noviembre de 2011, para reducir el déficit fiscal en US\$1.2 billones en una década, aumentando impuestos o reduciendo gastos. No obstante, no lograron acuerdo alguno.



RECUADRO 11 CRISIS DE DEUDA EN EUROPA

Al examinar las causas de la crisis de deuda en Europa, el FMI señala que parte de la explicación es que la integración económica, financiera y fiscal es incompleta. La Unión Económica y Monetaria (UEM) requerirá algún sistema para compartir los riesgos fiscales y un monitoreo más estricto de las políticas nacionales. La UEM se creó con base en la premisa de que los beneficios de una moneda común serían superiores a los costos de renunciar a las monedas nacionales. El plan establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) era dejar que las instituciones europeas vigilaran de cerca los presupuestos de los países.

No obstante lo anterior, con la introducción de la UEM, los países de la periferia experimentaron un drástico descenso de sus costos de endeudamiento, después de pagar durante muchos años tasas de interés mucho más altas que sus socios. Esto permitió a las empresas financiar su inversión productiva a un costo menor y expandirse, lo que ciertamente fue positivo; pero también contribuyó a que se generalizara la creencia de que el vigoroso ritmo de crecimiento sería permanente. Además, dado que la moneda común eliminó los costos de las transacciones transfronterizas, la integración financiera dentro de la Zona del Euro prosperó. La afluencia de capitales a los países de la periferia consistió, principalmente, en deuda de los bancos, haciéndolos cada vez más dependientes del financiamiento obtenido en los mercados y no de los depósitos bancarios, para financiar el crédito interno.

Los supervisores se mostraron complacientes frente al aumento de los riesgos de crédito y permitieron que los sistemas bancarios crecieran de manera desproporcionada al tamaño de la economía. Como resultado aumentó el riesgo, dado que a los gobiernos les resultaba cada vez más difícil apoyar al sector bancario en una crisis financiera.

Hasta la creación de la Zona del Euro, los problemas de deuda soberana eran principalmente de deuda externa. El valor nominal de la deuda interna normalmente podía preservarse, aunque a menudo a expensas de un aumento de la inflación. Con el establecimiento de la Zona del Euro, este mecanismo desapareció. No hay distinción entre la deuda interna y externa de los países miembros y no existe un banco central (en cada nación) que resuelva los problemas por medio de una política monetaria propia.

La caída del banco de inversión estadounidense *Lehman Brothers* en septiembre de 2008 preparó el terreno para un drástico cambio de rumbo en la Zona del Euro. Las operaciones en los mercados se interrumpieron bruscamente, por lo que a los bancos de los países de la periferia les resultó más difícil continuar financiando un crecimiento impulsado por el crédito. Al agotarse el crédito, salieron a la luz los problemas fundamentales de competitividad y los obstáculos estructurales al crecimiento, especialmente en Grecia y en Portugal. El contagio no se detuvo en los países de la periferia. El fenómeno alcanzó también a los bancos de los países del centro de la Zona del Euro que financiaron el auge en la periferia.

En mayo de 2010, cuando quedó claro que Grecia necesitaría apoyo financiero externo, los líderes europeos tuvieron que recurrir a préstamos bilaterales. Posteriormente, establecieron el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) para proporcionar respaldo a los miembros en una situación financiera difícil, que se utilizó para ayudar a Irlanda en diciembre de 2010 y a Portugal en mayo de 2011. No obstante, los mercados siguen siendo muy cautos. La sostenibilidad de la deuda sigue siendo un desafío y se vislumbra un ajuste complicado y prolongado. El crecimiento económico, un ingrediente esencial para la sostenibilidad fiscal, ha resultado más difícil de lo previsto en los países más golpeados por la crisis.

En conclusión, la primera enseñanza de la crisis es que el funcionamiento eficaz de la UEM requiere algún mecanismo que permita compartir los riesgos fiscales a nivel de la Zona del Euro. Una segunda lección es que debería reforzarse seriamente la supervisión de las políticas macroeconómicas de la Zona del Euro a nivel de cada nación. Los líderes europeos han comenzado a tomar decisiones difíciles para hacer frente a la crisis, especialmente en las cumbres celebradas en julio, septiembre, octubre y diciembre de 2011, pero los progresos deberán implementarse rápidamente para recuperar la confianza de los mercados.

Fuente: Basado en Revista Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2011.

En Asia, las perspectivas económicas apuntan a que continuará el dinamismo en el ritmo de expansión económica (6.6% en 2012 respecto a 6.2% en 2011). No obstante, la naturaleza de la expansión y los motores del crecimiento variarán considerablemente de un país a otro, debido a que algunos países dependen de la inversión extranjera, mientras que

otros de la inversión privada y del comercio exterior.

La previsión de crecimiento para la actividad económica de la República Popular China es de 9.0%, (9.5% en 2011). Según el FMI esta leve moderación refleja una menor demanda externa de las economías avanzadas, así como los efectos de políticas monetaria y fiscal orientadas a contener presiones de demanda

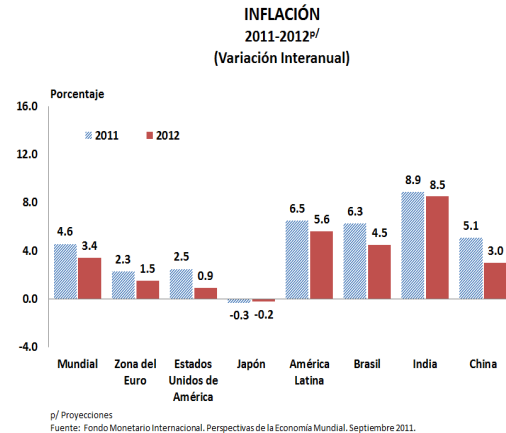
interna; sin embargo, dicha demanda continuará siendo dinámica y se espera que compense en parte la debilidad de la demanda externa.

Para América Latina y el Caribe, el FMI prevé un crecimiento económico de 4.0% en 2012 (4.5% en 2011), ritmo que aún se sitúa por encima del potencial; sin embargo, las economías de México y de los países de Centroamérica, debido a sus estrechos vínculos comerciales y de flujos de capital con la economía estadounidense, podrían verse afectadas en mayor medida que otras de la región, aunque continuarían registrando, en promedio, un crecimiento por arriba del 2.5%.

Es importante resaltar que el FMI ha anticipado que a finales de enero de 2012 estará revisando sus estimaciones de crecimiento económico para 2011 y las proyecciones para 2012 y se puede advertir que el sesgo es a la baja.

B. INFLACIÓN

El FMI prevé que la inflación mundial se moderaría en la medida en que disminuyan los precios de los alimentos y de la energía, pero la presión en la inflación subyacente podría agudizarse, principalmente en las economías emergentes, debido a los efectos de segunda vuelta. En las economías avanzadas la inflación se ubicaría en 1.3% en 2012, menor a la esperada en 2011 (2.3%), influida, en parte, por la moderación en el crecimiento económico. En las economías con mercados emergentes se prevé que la inflación se ubique en torno a 5.5% en 2012 (7.0% en 2011) en función de que se establezcan los precios de la energía y de los alimentos, aunque, como se mencionó, las presiones de demanda harían subir la inflación subyacente. Para Latinoamérica se proyecta que la inflación se reducirá de 6.5% en 2011 a 5.6% en 2012, sobre la base de que se modere el ritmo de crecimiento de la actividad económica y se establezcan los precios internacionales de las materias primas.





RECUADRO 12 EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE LOS ALIMENTOS

Los precios de los alimentos han experimentado una disminución moderada respecto de los máximos alcanzados en los últimos meses; sin embargo, siguen elevados en comparación con el promedio de la primera década de este siglo. El índice de precios de los alimentos elaborado por el FMI correspondiente al tercer trimestre de 2011 es casi 20% más alto respecto del mismo trimestre de 2010 y está significativamente por encima del precio promedio, en términos reales, de los últimos 10 años.

Los precios de los cereales y las semillas oleaginosas son particularmente altos, pero los de otros grupos de alimentos, incluida la carne, también se encuentran muy por encima de los promedios históricos. En los últimos meses, la mejora de las perspectivas de oferta a corto plazo de algunos cultivos importantes ha dado señales positivas al mercado. Tras las restricciones que sufrió la oferta durante el cuarto trimestre de 2010, como consecuencia de las condiciones meteorológicas, las expectativas de los cultivos para 2011 se han estabilizado y con base en la proyección de la superficie para siembras hay indicios de que el crecimiento de la producción será relativamente vigoroso en 2012. No obstante, el equilibrio en el mercado internacional de los alimentos continúa siendo precario. Los inventarios que funcionan como reservas son muy bajos en el caso de algunos cultivos importantes, sobre todo en el maíz y, en consecuencia, los precios serán muy sensibles a variaciones de las perspectivas de la oferta y la demanda. El riesgo más cercano es que algunos cultivos sufran otra ronda de choques de oferta causados nuevamente por las condiciones meteorológicas. El patrón reciente de condiciones meteorológicas extremas en grandes regiones de cultivo parece continuar. Luego de las sequías que sufrieron Europa y la República Popular China, los Estados Unidos de América ha experimentado una primavera muy lluviosa, seguida de elevadas temperaturas en el tercer trimestre, lo cual redujo el rendimiento proyectado del cultivo del maíz. Otro deterioro de las perspectivas de la oferta podría provocar una fuerte reacción de los precios, efectos de contagio entre distintas materias primas y una agudización de la volatilidad, como ocurrió a comienzos de 2011. Por ejemplo, el aumento de la incertidumbre en torno a la oferta incrementó la demanda de las economías que importan más alimentos.

Asimismo, el avance de la demanda también se mantiene vigoroso. Los rápidos aumentos del consumo de alimentos en las economías con mercados emergentes no dan señales de moderarse, lo cual refleja el alza del ingreso disponible y cambios en las dietas a favor de alimentos con un mayor contenido proteínico, incluida la carne de animales alimentados con granos. En las economías avanzadas, y sobre todo en la de los Estados Unidos de América, el crecimiento global de la demanda es leve, pero el uso de materias primas como base para su producción de biocombustibles continúa superando las expectativas; en los últimos tiempos porque los precios del petróleo fueron más altos durante el primer semestre de 2011.

El uso de aceite de soja en la producción de biodiesel también está creciendo con rapidez. Los elevados precios de la energía y las políticas de respaldo están estimulando la producción de biocombustibles en Europa y en otras regiones, pero también en este caso las limitaciones de los datos continúan restándole transparencia a los mercados de materias primas. La demanda mundial de alimentos durante 2011-2012 crecerá alrededor de 2.25%, considerablemente por encima del promedio de los últimos 20 años.

Los precios de los alimentos en 2012 podrían experimentar pequeñas disminuciones, pero se mantendrán elevados en términos reales, suponiendo una normalización de las condiciones meteorológicas y una estabilización de los precios de la energía.

En resumen, los riesgos para los precios de los alimentos aún se inclinan al alza, como lo reflejan los precios en los mercados de derivados. Una combinación de bajos inventarios, cambio climático y demanda incierta relacionada con el desempeño económico en la República Popular China genera expectativas de que los precios volverán a registrar alzas en los próximos 12 a 18 meses.

Fuente: Basado en Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2011.

C. PRINCIPALES RIESGOS DEL PANORAMA GLOBAL

Dadas las persistentes tensiones en los mercados de deuda soberana y financieros, así como las vulnerabilidades a nivel mundial, los riesgos de que el crecimiento global se desacelere siguen siendo elevados. El FMI identifica dos de ellos de particular relevancia, el primero es que si las autoridades europeas pierdan el control de la crisis de la Zona del Euro, ello repercutiría en un fuerte aumento de la aversión al riesgo a nivel mundial y de las tasas de interés para los bancos y las empresas no financieras. El segundo es que la actividad económica en los Estados Unidos de América se ha moderado y podría tener un mayor deterioro; por ejemplo, si no se encuentran nuevas opciones para la consolidación fiscal, si permanece la debilidad del mercado inmobiliario y si sigue creciendo la tasa de desempleo. Este último aspecto asociado a las profundas divisiones políticas respecto de la orientación de la política económica estadounidense, particularmente en el ámbito fiscal, ya que al introducir nuevos recortes fiscales apresurados, sin que exista un plan creíble de consolidación fiscal de mediano plazo, se deterioran las perspectivas económicas. La situación en el mercado inmobiliario ha sido preocupante y todavía no se perfila el fin del exceso de oferta de viviendas, ni la caída de los precios de las mismas. Estos u otros sucesos podrían inducir a los hogares a continuar desapalancándose, incrementando más sus tasas de ahorro y, por ende, reduciendo su consumo.

En el caso de las economías con mercados emergentes también hay algunos riesgos, aunque menores. Siguen siendo importantes los asociados al rápido crecimiento del crédito al sector privado, especialmente para las autoridades monetarias y de supervisión, dadas sus implicaciones para la estabilidad financiera.

En cuanto a los riesgos relativos al comercio mundial, el FMI destaca la posibilidad de que una crisis sostenida de confianza en Europa puede generar fuertes problemas en el funcionamiento de los mercados mundiales de crédito, lo cual podría detener bruscamente el comercio mundial, como ocurrió luego de la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, a lo que habría que agregar los riesgos vinculados a los altos precios de las materias primas y los disturbios sociopolíticos en algunas partes del mundo.

En síntesis, el carácter desigual del crecimiento económico y los numerosos riesgos señalados son sintomáticos de una economía mundial que no logra alcanzar el reequilibrio tanto interno como externo, indispensables para un crecimiento sostenible en el mediano plazo. En ese contexto, según el FMI es necesario que la demanda privada predomine sobre la demanda pública, y que las economías con grandes superávits externos deben apoyarse cada vez más en la demanda interna, contrario a aquellas con grandes déficits; avanzar en esa dirección es más importante en la actual coyuntura. Algunas economías con mercados emergentes están contribuyendo con una mayor demanda interna (por ejemplo, algunas de América Latina); mientras que un mayor esfuerzo en esa línea también debe provenir de algunas economías emergentes de Asia.

De no afianzarse las políticas macroeconómicas, sobretodo de las economías avanzadas, las expectativas de recuperación continuarían débiles y con sobresaltos. Respuestas de política más firmes y concertadas generarán grandes beneficios y si están encaminadas a facilitar el ajuste de los balances de los hogares y de las instituciones financieras también contribuirán a disminuir la volatilidad en los mercados financieros.

RECUADRO 13 RETOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

La economía mundial se ha desacelerado significativamente. Ciertamente la actividad mundial es ahora más débil y desigual. Además, la confianza se ha deteriorado de manera drástica y los riesgos a la baja para el crecimiento mundial se están agudizando, aunque no se anticipa una nueva recesión. En este contexto, debido a la diversidad cada vez mayor de las condiciones cíclicas y financieras, existe una creciente divergencia entre las políticas que se necesitan en cada país.

En el caso de la Zona del Euro, las medidas aprobadas recientemente en la cumbre de la Unión Europea representan un avance significativo, pero es urgente intensificar los esfuerzos. Una vez implementadas, estas medidas implican que el financiamiento que otorgue el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) tenga que activarse también para la recompra de deuda o para la recapitalización de los bancos. Sin embargo, persisten tres retos. El primero es adoptar rápidamente las decisiones derivadas de las cumbres europeas a nivel de cada nación, transmitiendo señales claras de que los miembros de la Zona del Euro continuarán haciendo todo lo necesario para mantener la confianza en su moneda. El segundo consiste en implementar programas en las economías de la periferia que equilibren debidamente el proceso de consolidación fiscal y las reformas estructurales necesarias. El tercero consiste en concluir sin demora las reformas de la estructura de gobierno de la Unión Europea.

En algunas economías avanzadas la prioridad sigue siendo sanear el sistema financiero y, a mediano plazo, reducir sustancialmente los elevados déficits públicos. Sanear los sistemas financieros mediante el aumento del capital es esencial para restablecer la confianza y permitir que las condiciones monetarias favorables repercutan en la actividad económica, eliminando así un obstáculo clave al crecimiento económico. Asimismo, una serie de países deben poner en marcha reformas estructurales que mejoren su desempeño macroeconómico. Es posible que esas reformas no estimulen el crecimiento a corto plazo, pero pueden ayudar a fortalecer la confianza y mejorar las perspectivas a mediano plazo. La política monetaria puede seguir siendo acomodaticia en muchas economías avanzadas. La Reserva Federal debe mantenerse preparada para implementar nuevos estímulos económicos no convencionales, siempre que las expectativas de inflación sean moderadas. Dada la menor presión inflacionaria y la agudización de las tensiones financieras y soberanas, el Banco Central Europeo debería bajar de nuevo la tasa de política monetaria si persisten los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación.

Dado que la actividad económica aún es débil en muchas economías avanzadas, los recortes inmediatos del gasto y los aumentos de impuestos deberían ser pequeños, mientras se realizan profundas reformas de los programas estatales; sin embargo, como ha resultado difícil lograr grandes avances en el recorte del gasto público, posponer la consolidación a corto plazo no es una alternativa para la mayoría de las economías avanzadas; en tanto que las economías con resultados fiscales relativamente sólidos podrían disminuir el ritmo del ajuste a corto plazo, si existe la amenaza de que se materialicen los riesgos a la baja.

La prioridad fiscal fundamental para las grandes economías avanzadas, especialmente para los Estados Unidos de América y Japón, es poner en práctica una consolidación creíble y bien estructurada a mediano plazo que se centre en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Las grandes economías de la Zona del Euro han realizado un buen avance en la adopción y ejecución de sólidos planes de consolidación a mediano plazo. Se han comprometido a reducir los déficits fiscales por debajo del 3% del PIB para 2013 y a estabilizar el nivel de la deuda pública en 2015. Según las proyecciones macroeconómicas del FMI, España aún necesita identificar nuevas medidas para lograr sus objetivos y Francia quizá deba hacer lo mismo a partir de 2013, dadas las medidas adicionales de recorte del déficit anunciadas para 2011-2012. Recientemente, Italia fortaleció su plan fiscal a mediano plazo y, según las proyecciones actuales, en 2013 estará cerca de un presupuesto equilibrado. El ajuste de Alemania durante 2011-2016 (de alrededor de 0.5% al año) es más bajo que en el resto de la Zona del Euro.

Finalmente, el saneamiento del sector financiero es fundamental en dos dimensiones: inyectar nuevo capital y reestructurar los bancos débiles, pero viables, y cerrar otros. En los Estados Unidos de América, la gran cantidad de préstamos hipotecarios que superan el valor del activo amenaza con crear una espiral descendente en precios cada vez más bajos, lo cual perjudicaría más el consumo y la movilidad de la mano de obra.

Fuente: Basado en Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional (FMI). Septiembre de 2011.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
2011 - 2012
(Variación Porcentual)**

	2011	2012 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	4.0	4.0
Economías avanzadas	1.6	1.9
Estados Unidos de América	1.5	1.8
Zona del Euro	1.6	1.1
Japón	-0.5	2.3
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.4	6.1
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	8.2	8.0
República Popular China	9.5	9.0
India	7.8	7.5
África Subsahariana	5.2	5.8
Oriente Medio y Norte de África	4.0	3.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.5	4.0
Brasil	3.8	3.6
México	3.8	3.6
Europa Central y del Este	4.3	2.7
Comunidad de Estados Independientes	4.6	4.4
INFLACIÓN^{2/}		
Economía Mundial	4.6	3.4
Economías avanzadas	2.3	1.3
Estados Unidos de América	2.5	0.9
Zona del Euro	2.3	1.5
Japón	-0.3	-0.2
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	7.0	5.5
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	6.3	4.9
República Popular China	5.1	3.0
India	8.9	8.5
África Subsahariana	9.4	6.8
Oriente Medio y Norte de África	8.7	6.9
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.5	5.6
Brasil	6.3	4.5
México	3.3	3.0
Europa Central y del Este	5.5	3.9
Comunidad de Estados Independientes	10.2	7.9

^{py/} Cifras proyectadas

^{1/} Asia en desarrollo la integran los países siguientes: Afganistán, Bangladesh, Bhután, Camboya, Fiji, Filipinas, India, Indonesia, Islas Salomón, Kiribati, Malasia, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papúa Nueva Guinea, República Democrática Popular de Laos, República Popular China, Samoa, Sri Lanka, Tailandia, Timor Oriental, Tonga, Vanuatu, Vietnam.

^{2/} Corresponde a la proyección de fin de periodo.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, Septiembre de 2011.

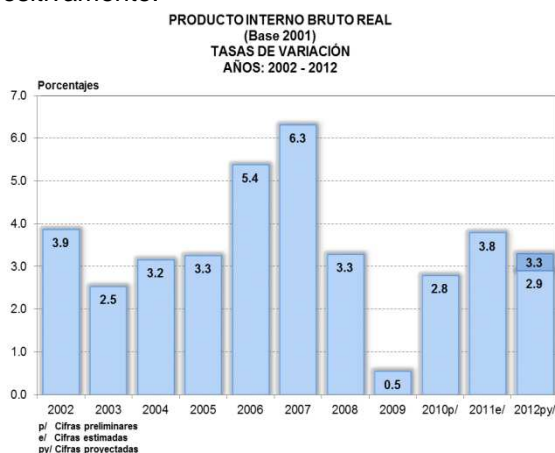
III. PANORAMA INTERNO

A. PERSPECTIVAS DEL SECTOR REAL

La actividad económica nacional en 2011, evolucionó favorablemente en un entorno en el que la economía mundial comenzó a mostrar signos de desaceleración, derivado, principalmente, de la profundización de los problemas en la Zona del Euro y de la falta de aceleración en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense. No obstante, la recuperación de las economías emergentes permitió un aumento de su demanda externa que generó oportunidades para algunos productos de exportación guatemaltecos que se vieron beneficiados por los altos precios y que habría incentivado aumentos en la producción nacional. El mayor ritmo de expansión habría contribuido a una aceleración del crédito al sector privado, una reposición de inventarios y de inversión privada que proveerá estímulos para que la expansión de la actividad económica, aunque de manera más moderada que en 2011, continúe para 2012.

En ese contexto, para 2012 las proyecciones apuntan a que el producto interno bruto, en términos reales, continuará reflejando crecimientos positivos en la mayoría de sectores productivos situación que se refleja, además, por el lado del gasto, en el comportamiento positivo previsto en el consumo tanto público como privado y en la formación bruta de capital, principalmente por un aumento en la inversión privada. Sobre esa base, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala estiman una tasa crecimiento de entre 2.9% y 3.3% para 2012, comportamiento que se sustentaría en el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios, que generaría un impacto positivo en la confianza de los agentes económicos para la toma de sus decisiones de consumo, ahorro, producción e inversión; de una demanda interna que continuaría creciendo moderadamente, reflejo de una desaceleración en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo ante una disminución en la importación de bienes de capital. Por el lado externo, se estima que el impulso más modesto en la demanda de las economías de Centroamérica y de los Estados Unidos de América, en donde su crecimiento continuaría siendo lento, aunado a previsiones poco favorables para la Zona del Euro, hacen prever una disminución en el ritmo de crecimiento del comercio exterior. Para las exportaciones y las importaciones se prevén crecimientos en términos reales de 4.8% y 5.7%, respectivamente, y en términos de valor en la balanza de pagos de

11.9% y 10.0%, en su orden, mientras que la inversión extranjera directa y las remesas familiares continuarían evolucionando positivamente.



La estabilidad en el nivel general de precios internos, con el consecuente impacto en la confianza de los agentes económicos, continuarían favoreciendo el dinamismo de la demanda interna que induciría, a un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), el cual sería explicado, principalmente, por el comportamiento previsto de cinco actividades económicas: Industrias manufactureras; Servicios privados; Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Comercio al por mayor y al por menor; y Administración pública y defensa, que, en conjunto, por su mayor incidencia en el PIB, explicarían alrededor del 68% de la referida proyección.

Para la actividad de Industrias manufactureras (con una participación de 17.7% en el PIB), se espera un crecimiento de 2.3% que aunque es menor que el 2.7% en 2011) resultado del crecimiento de 3.1% de las actividades de alimentos, bebidas y tabaco (2.4% para 2011), ante una mayor producción de azúcar, como consecuencia de la recuperación de la zafra 2011/2012, la cual, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA) se prevé genere un incremento de más de seis millones de quintales de azúcar con respecto a la zafra 2010/2011 y también estaría influenciado por la evolución esperada en la producción de textiles y prendas de vestir para atender la demanda principalmente del mercado estadounidense y de otros productos manufacturados particularmente para atender la demanda externa de productos de madera, productos de papel, productos químicos, productos de vidrio y cemento, entre otros.



Para la actividad Servicios privados (con una participación de 15.9% en el PIB) se prevé un crecimiento de 2.5% (3.8% en 2011), asociado a los crecimientos más moderados que se esperarían en la demanda intermedia proveniente de las actividades agropecuarias, industriales y comerciales, principales usuarios de estos servicios. Asimismo, reflejaría la evolución de la subactividad hoteles y restaurantes en la que incidiría una desaceleración en el gasto de turistas tanto nacionales como extranjeros.

La actividad Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.3% en el PIB) registraría una tasa de variación de 3.1% (3.6% el año previo) en parte, por un aumento en el área de producción de caña de azúcar y de otros productos de exportación, así como por el mayor dinamismo de los cultivos no tradicionales, en particular, de los granos básicos y de las hortalizas, asociado a la recuperación de áreas de cultivo afectadas por la Depresión Tropical 12-E en 2011. Con menor dinamismo, pero siempre creciendo positivamente, estaría la producción de algunos productos tradicionales (como el cardamomo y el café) que crecerían 3.6%.

En cuanto a la actividad de Comercio al por mayor y al por menor (con una participación del 11.7% en el PIB), se prevé que registre una tasa de crecimiento de 2.9% (3.6% en 2011), la cual reflejaría el dinamismo previsto en el flujo de bienes comercializables de origen importado, particularmente los de consumo, materias primas y productos intermedios y de la producción de bienes agrícolas e industriales.

En cuanto a la actividad Administración pública y defensa (con un peso relativo de 8.0% en el PIB), se prevé registre un crecimiento de 6.4% (6.2% en 2011), explicado por el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones por parte del Gobierno Central, específicamente para el Ministerio de Educación.

Para el Transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.3% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.2% (2.8% en 2011), influenciado, por una parte, por el dinamismo de las telecomunicaciones de 2.4% (2.9% en 2011), producto de que la demanda final de activación de líneas telefónicas ha tendido a normalizarse; y por la otra, al crecimiento de la subactividad de transporte de 2.3% (2.6% en 2011), asociado a la evolución que se espera para el comercio exterior del país y para los productos provenientes de las industrias manufactureras, de la agricultura y del comercio.

En la actividad Alquiler de vivienda (con un peso relativo de 10.1% en el PIB) se prevé un crecimiento de 2.9% (2.8% en 2011), asociado a una mayor oferta de viviendas destinadas al arrendamiento, como resultado de la mejora prevista en la construcción de edificaciones residenciales.

En cuanto a la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 4.5% en el PIB) se espera un crecimiento de 5.5% (6.3% en 2011), asociado a que espera una menor demanda de crédito por parte de los diferentes sectores económicos.

La actividad Construcción (con un peso relativo de 2.9% en el PIB) crecería 3.9% en 2012 (0.9% en 2011). Este significativo aumento refleja la confianza de los agentes económicos en el proceso de recuperación de la actividad económica nacional y que se ha traducido en una reactivación en la construcción de viviendas nuevas y de proyectos habitacionales principalmente a partir del segundo semestre de 2011, como lo demuestra el indicador de metros de construcción autorizados tanto para edificaciones residenciales como no residenciales, obras que se concluirían durante 2012. No obstante, se prevé que la construcción pública registre una disminución tomando en cuenta la reducción que tendría el gasto de capital según el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado aprobado para el Ejercicio Fiscal 2012.

La actividad Suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 2.4% en el PIB) crecerá 2.2% (2.8% en 2011), moderación que reflejaría la menor demanda de energía eléctrica, ante el menor dinamismo de la actividad económica en general.

En la actividad Explotación de minas y canteras (con una participación de 0.7% en el PIB) se estima una significativa moderación en su ritmo de expansión (2.1% frente a 14.0% en el 2011), debido, principalmente, a una disminución en la extracción de minerales metálicos cuyo comportamiento fue muy dinámico en 2011 y se espera que el mismo tienda a normalizarse en 2012. En cuanto a la producción de petróleo y gas natural, se anticipa que ésta registrará una recuperación moderada. En el caso de la extracción de piedra, arena y arcilla, se prevé un mayor crecimiento como consecuencia del incremento previsto de la actividad construcción, principal demandante de estos productos.

A continuación se presenta un cuadro que muestra las tasas de crecimiento previstas por ramas de actividad económica para 2012.

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2011 - 2012
Estructura porcentual y tasas de crecimiento

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2011 ^{e/}	2012 ^{py/}	2011 ^{e/}	2012 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.3	13.3	3.6	3.1
2. Explotación de minas y canteras	0.7	0.7	14.0	2.1
3. Industrias manufactureras	17.9	17.7	2.7	2.3
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.5	2.4	2.9	2.2
5. Construcción	2.9	2.9	0.9	3.9
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.8	11.8	3.6	2.9
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.3	2.8	2.2
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.4	4.5	6.3	5.5
9. Alquiler de vivienda	10.1	10.1	2.8	2.9
10. Servicios privados	16.0	15.9	3.8	2.5
11. Administración pública y defensa	7.8	8.0	6.2	6.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO			3.8	2.9 - 3.3

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

B. PERSPECTIVAS DEL SECTOR FISCAL

Es importante indicar que para tener un panorama del posible desempeño de las finanzas públicas para 2012 se consideró como escenario base la información contenida en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2012, en el que el Ministerio de Finanzas Públicas tomó en cuenta una estimación de crecimiento para 2012 de 3.7%³³. En este escenario, la estimación de los ingresos tributarios contenidos en el presupuesto incluyen el efecto de la aprobación de la Ley Antievasión II y de la Ley de Secreto Bancario por alrededor de Q1,500.0 millones, las cuales aún se encuentran pendientes de aprobación.

³³ Se basa en el límite superior del rango estimado para el crecimiento económico de 2012 (3.3% - 3.7%) del Banco de Guatemala, compartido al Ministerio de Finanzas Públicas en junio de 2011.

La ejecución presupuestaria contempla ingresos y donaciones por Q47,002.2 millones, superiores en Q3,976.4 millones (9.2%) respecto al cierre preliminar de 2011. Por concepto de ingresos tributarios se percibirán Q43,611.2 millones, monto superior en Q3,350.8 millones (8.3%). En lo que respecta a los gastos totales, éstos se ubicarían en Q57,298.2 millones, mayores en Q3,787.2 millones (7.1%) al cierre preliminar de 2011. Los gastos de funcionamiento alcanzarían Q44,591.6 millones, mayores en Q5,817.4 millones (15.0%), en tanto que los gastos de capital se situarían en Q12,706.6 millones, menores en Q2,030.2 millones (13.8%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,295.8 millones equivalente a 2.6% del PIB, el cual es menor a la estimación de cierre de 2011 (2.9% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q3,113.9 millones, menor en Q5,191.5 millones (62.5% a la estimación de



cierre), mientras que el financiamiento externo neto ascendería a Q6,861.5 millones, como resultado de desembolsos por Q4,724.6 millones, negociación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por Q4,050.0 millones (US\$500.0 millones) y amortizaciones por Q1,913.1 millones. Por último, se prevé una utilización de recursos de caja por Q320.4 millones.

Finalmente, vale destacar la intención de la autoridad fiscal por continuar el proceso de consolidación fiscal mediante una política fiscal prudente y consistente con la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo, lo que contribuye a afianzar la confianza de los agentes económicos.

**GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2011 - 2012
-Millones de quetzales-**

CONCEPTO	2011 ^{p/}	2012 ^{a/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	43,026.0	47,002.4	3,976.4	9.2
A. Ingresos (1+2)	43,026.0	47,002.4	3,976.4	9.2
1. Ingresos Corrientes	43,013.1	46,971.3	3,958.2	9.2
a. Tributarios	40,260.4	43,611.2	3,350.8	8.3
b. No Tributarios y donaciones	2,752.7	3,360.1	607.4	22.1
2. Ingresos de Capital	12.9	31.1	18.2	141.1
II. TOTAL DE GASTOS	53,511.0	57,298.2	3,787.2	7.1
A. De Funcionamiento	38,774.2	44,591.6	5,817.4	15.0
B. De Capital	14,736.8	12,706.6	-2,030.2	-13.8
III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL	-10,485.0	-10,295.8	189.2	-1.8
IV. FINANCIAMIENTO NETO	10,485.0	10,295.8	-189.2	-1.8
A. Interno	8,305.4	3,113.9	-5,191.5	-62.5
B. Externo	378.2	6,861.5	6,483.3	1,714.3
C. Variación de Caja (+ = disminución)	1,801.4	320.4	-1,481.0	-82.2
Carga tributaria	11.0	11.0		
Déficit/PIB	-2.9	-2.6		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares, Ministerio de Finanzas Públicas.

^{a/} Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2012.

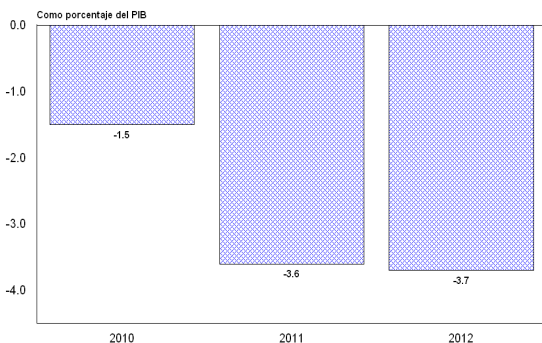
C. PERSPECTIVAS DEL SECTOR EXTERNO

Luego de la fuerte recuperación del comercio exterior durante 2010 y 2011, se prevé que en 2012 se modere el crecimiento de la demanda externa, tomando en consideración que a pesar del crecimiento débil en la actividad económica en los Estados Unidos de América y en la Zona del Euro, los precios de los productos de exportación de Guatemala permanecerán altos

y muchos son productos alimenticios, los cuales mantienen una alta demanda por parte de los consumidores, no sólo en las economías avanzadas sino también en algunas economías con mercados emergentes. En ese contexto, se estima que para 2012 las exportaciones crecerían 11.9%, por arriba del promedio histórico. Por su parte, las importaciones estarían creciendo 10.0%, principalmente por la demanda interna de materias primas y bienes de consumo. El déficit de la balanza comercial se ubicaría en alrededor

de US\$5,400.0 millones, superior al de 2011 de aproximadamente US\$5,100.0 millones, mientras que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sería equivalente a 3.7% del PIB, muy similar al de 2010 de 3.6%.

GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
CUENTA CORRIENTE / PIB
AÑOS: 2010 - 2012



Cifras preliminares para 2010, estimadas para 2011 y proyectadas para 2012.

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, se espera un monto de US\$11,873.3 millones, mayor en US\$1,266.5 millones (11.9%) al de 2011, el cual estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de Otros Productos por US\$1,128.4 millones (14.8%). De ese monto, las exportaciones a Centroamérica crecerían US\$450.4 millones (15.9%), mientras que al Resto del Mundo US\$677.9 millones (14.2%). Por su parte, las exportaciones de los Principales Productos aumentarían en US\$127.3 millones (4.4%).

Respecto a las exportaciones de los principales productos, vale destacar lo siguiente:

El valor de las de café aumentaría 4.4%, al pasar de US\$1,136.5 millones en 2011 a US\$1,186.1 millones, resultado de aumentos tanto del volumen como del precio medio. En efecto, el precio por quintal pasaría de US\$185.05 a US\$189.14, lo cual, de acuerdo a la Organización Internacional del Café (OIC), sería resultado de una menor oferta mundial del grano, como consecuencia de descensos en la producción de Brasil y Colombia, debido a su ciclo de producción bienal. El aumento en el volumen, de acuerdo a la Asociación Nacional del Café (Anacafé), será posible por la mayor productividad de las plantaciones, como resultado de las mejores condiciones climatológicas de 2011 y por la inclusión de nuevas tierras para su cultivo.

Con respecto al azúcar, su valor alcanzaría US\$632.5 millones, superior en US\$47.6 millones

(8.1%) al esperado para 2011, debido al incremento de 3,067.3 miles de quintales en el volumen exportado (12.3%), asociado a la ampliación de la zona de producción de la caña de azúcar en las regiones de la Costa Sur y del Valle del Polochic y de una disminución en el precio medio que pasaría de US\$23.45 a US\$22.59, derivado de una mayor oferta mundial del edulcorante de acuerdo a información de la Organización Internacional del Azúcar (OIC).

En el caso del banano, el valor se ubicaría en US\$466.9 millones, superior en US\$8.4 millones (1.8%) al previsto para 2011 y se explicaría por un aumento en el volumen, que pasaría de 31,653.9 miles de quintales a 32,856.8 miles de quintales, debido a que la temporada de lluvia de 2011 no afectó en gran medida a las plantaciones bananeras, por lo que la producción afectada por las fuertes lluvias en años anteriores se podrá recuperar durante 2012 y de la reducción en el precio medio por quintal (de US\$14.49 pasaría a US\$14.21), debido a la estabilización de la producción mundial.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentaría a US\$424.2 millones (10.7% respecto a 2011), derivado del aumento en el precio medio por quintal, que pasaría de US\$676.94 a US\$714.85, debido a la alta demanda en el Medio Oriente y del incremento en el volumen, que pasaría de 566.2 miles de quintales a 593.4 miles de quintales, el cual, de acuerdo a la Asociación de Cardamomeros de Guatemala (Cardegua), responde a la mayor producción a obtener por la ampliación de las áreas cultivadas.

Para 2012, el valor FOB de las importaciones sería de US\$17,284.6 millones mayor en US\$1,567.7 millones (10.0%) al monto estimado para 2011, resultado del aumento en la importación de materiales de construcción (13.6%), de combustibles y lubricantes (12.3%), de materias primas y productos intermedios (10.4%), de bienes de consumo (8.3%) y de maquinaria, equipo y herramienta (8.1%).

Como resultado de las proyecciones del comercio exterior, la balanza comercial mostraría un saldo deficitario de US\$5,411.3 millones, monto mayor en US\$301.3 millones al esperado para 2011. La balanza de servicios, un saldo deficitario de US\$431.5 millones y la de renta de US\$1,532.1 millones.

En las transferencias corrientes se esperan ingresos netos por US\$5,538.7 millones, mayores en US\$300.3 millones (5.7%) a los registrados en 2011, debido, principalmente, a que se prevé para 2012 un aumento de 5.7% en el ingreso neto por



concepto de remesas familiares. La sumatoria de los rubros indicados se reflejarían en un déficit en cuenta corriente equivalente a 3.7% del PIB, muy similar al del año previo.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se espera un saldo superavitario de US\$2,427.4 millones, superior en US\$553.2 millones al estimado para 2011. En la cuenta financiera destacarían los rubros de la inversión directa por US\$943.7 millones, como consecuencia de la ejecución de proyectos en marcha y nuevos proyectos de inversión productiva, principalmente, en los sectores de electricidad, telecomunicaciones, minería e infraestructura, reflejo de condiciones macroeconómicas estables, el de otra inversión por US\$720.3 millones y el de inversión de cartera por US\$557.2 millones.

Dado que el superávit en la cuenta capital y financiera sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente, la balanza de pagos registraría un aumento en los Activos de Reserva del Banco de Guatemala por US\$591.2 millones³⁴, el cual sería equivalente a un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) de US\$600.0 millones³⁵.

³⁴ La diferencia entre los Activos de Reserva del Banco de Guatemala y las Reservas Internacionales Netas, se debe al efecto de revalorizaciones netas de los precios de los activos externos del Banco Central por US\$8.8 millones.

³⁵ Al considerar el escenario alternativo de las finanzas públicas descrito en el apartado anterior, el incremento en las RIN sería de US\$550.0 millones, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sería de US\$1,802.2 millones y el saldo de la cuenta de capital y financiera en dicho escenario sería de US\$2,343.4 millones.



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2011 - 2012
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2011 ^{q/}	2012 ^{py/}	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-1,668.2	-1,836.2	-167.9	10.1
A- BALANZA COMERCIAL	-5,110.0	-5,411.3	-301.3	5.9
Exportaciones FOB	10,606.9	11,873.3	1,266.5	11.9
Mercancías Generales	10,519.2	11,774.9	1,256.7	11.9
Principales Productos	2,903.8	3,031.1	127.3	4.4
Otros Productos	7,615.5	8,743.8	1,128.4	14.8
Bienes Adquiridos en Puerto	87.6	98.4	10.8	12.3
Importaciones FOB	15,716.8	17,284.6	1,567.7	10.0
Mercancías Generales	15,715.0	17,282.6	1,567.5	10.0
Bienes Adquiridos en Puerto	1.8	2.0	0.2	12.8
B- SERVICIOS	-345.1	-431.5	-86.4	25.0
Créditos	2,374.0	2,508.2	134.1	5.7
Débitos	2,719.1	2,939.6	220.5	8.1
C- RENTA	-1,451.6	-1,532.1	-80.5	5.5
Créditos	288.4	305.6	17.3	6.0
Débitos	1,740.0	1,837.8	97.8	5.6
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	5,238.4	5,538.7	300.3	5.7
Remesas Familiares (Netas)	4,400.0	4,650.8	250.8	5.7
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA^{*/}	1,874.1	2,427.4	553.2	29.5
De los cuales:				
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	2,063.2	2,221.2	158.0	7.7
1- Inversión Directa	856.4	943.7	87.3	10.2
En el exterior	-54.4	-59.0	-4.6	8.5
En Guatemala	910.8	1,002.7	91.9	10.1
2- Inversión de Cartera	-277.2	557.2	834.4	-301.0
3- Otra Inversión	1,484.0	720.3	-763.7	-51.5
Préstamos del Sector Público	394.7	346.9	-47.8	-12.1
ERRORES Y OMISIONES	-189.1	206.1	395.2	-209.0
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	205.9	591.2	385.3	187.1
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)^{**/}	-205.9	-591.2	-385.3	187.1

CUENTA CORRIENTE / PIB

-3.6

-3.7

^{q/} Cifras estimadas

^{py/} Cifras proyectadas

^{*/} Incluye errores y omisiones

^{**/} De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones por variaciones en los precios de mercado. En 2012, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de oro por US\$10.5 millones y a la desvalorización estimada en la tenencia de DEG por US\$1.7 millones. Por tanto, la variación de RIN es de US\$600.0 millones.



D. PERSPECTIVAS DEL SECTOR MONETARIO

El programa monetario considera un crecimiento de la actividad económica de entre 2.9% y 3.3% para 2012 y una meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2012 registraría una tasa de crecimiento interanual de 8.8% +/- 1 punto porcentual respecto al saldo estimado de cierre para 2011.

Para 2012 se prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q4,920.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas internacionales netas por US\$600.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por la colocación de Eurobonos por US\$500.0 millones, por desembolsos de préstamos externos para el sector público por US\$589.1 millones, moderados parcialmente por egresos correspondientes a amortizaciones de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$498.0 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren un incremento (monetización) de Q435.4 millones. Entre los factores de expansión de los AIN del Banco de Guatemala estarían, por una parte, los gastos netos del Banco de Guatemala estimados en Q1,487.6 millones, asociados, principalmente, al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM); y por la otra, la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q320.5 millones, de conformidad con el escenario fiscal base. En cuanto a los factores que tendrían un efecto desmonetizante, destacan, principalmente, el aumento por Q561.4 millones en la cuenta encaje de los bancos del sistema, debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias; así como el aumento previsto en los depósitos del Resto del Sector Público en el Banco de Guatemala por Q202.2 millones. Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, la variable de cierre de los AIN serían las OEM. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería incrementar en 2012 su saldo de OEM en Q3,121.7 millones.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2012

- Millones de quetzales -

Concepto	Total
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	47,002
Egresos	57,298
Corrientes	44,591
Capital	12,707
Déficit	10,296
(% del PIB)	3
Financiamiento externo neto	6,862
Financiamiento interno neto	3,114
Variación de Caja (+ = disminución)	320
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	4,920
En US\$	600
II. Activos Internos Netos	435
1. Gobierno Central	320
2. Resto del sector público	-202
3. Posición con bancos	-561
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-561
4. Otros Activos Netos	879
Gastos y productos	1,488
Otros	-609
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	5,355
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	2,234
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-3,122
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-3,122

E. PROYECCIONES, PRONÓSTICOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

La Junta Monetaria estableció, dentro del esquema de metas de inflación adoptado en 2005, el objetivo de anclar las expectativas de inflación a niveles bajos, cercanos a los de sus principales socios comerciales. La experiencia de los países con esquemas de metas de inflación denota que en la medida en que la población percibe que hay un fuerte compromiso de la autoridad monetaria con el logro de sus metas de inflación, se tiende a ser más efectivos en la transmisión de señales de la política monetaria para asegurar un mayor anclaje a la meta de inflación y evitar el deterioro en las expectativas de los agentes económicos respecto de la meta.

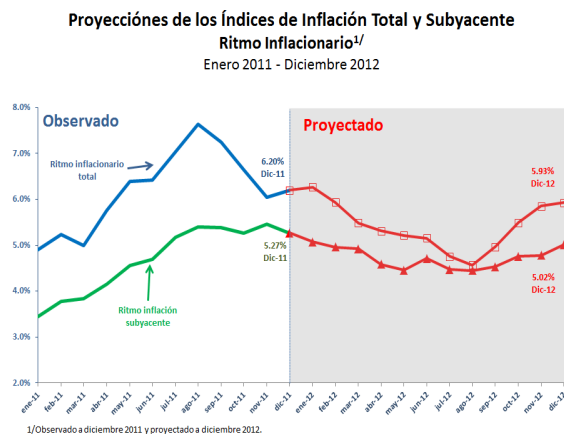
El esfuerzo para ir alcanzando ese objetivo ha sido parte de un proceso gradual en el que se definió que la meta de inflación para Guatemala en el mediano plazo sea de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Para tal propósito se estableció que dicho nivel se alcanzaría en el 2013. Es en ese contexto que se adoptan las decisiones de Junta Monetaria respecto de la tasa de interés líder de política, para lo cual se analiza el balance de riesgos de inflación y se corren los modelos econométricos y de pronóstico que sirven de guía para orientar las acciones que se requerirán de parte de la autoridad monetaria para el logro del objetivo indicado. Del balance de riesgos de inflación se determinan los factores que podrían estar afectando las posibilidades de que la inflación converja a su objetivo de mediano plazo. Si los riesgos son de una presión inflacionaria, la autoridad monetaria ajustará al alza la tasa de interés líder y si los riesgos son a la baja en el nivel de precios la autoridad monetaria podrá adoptar una postura de política monetaria acomodaticia o, dependiendo de los factores identificados, podrá adoptar una posición neutra.

A continuación se presentan los resultados de las proyecciones, pronósticos y expectativas de inflación de los agentes económicos con base en la información disponible más reciente.

1. Proyección econométrica de inflación para 2012

Para diciembre de 2012, los modelos econométricos utilizados para el pronóstico de inflación apuntan a que el ritmo inflacionario total podría situarse en 5.93% (por encima del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación), lo que sugiere una política monetaria

activa tomando en cuenta que las expectativas de inflación están desancladas y que todavía estarían prevaleciendo presiones inflacionarias de oferta, pero también de demanda como lo evidencia el comportamiento y la proyección de la inflación subyacente..



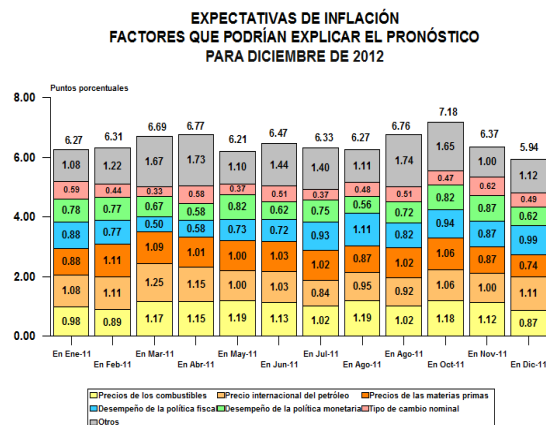
2. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

De conformidad con el cuarto corrimiento en 2011 del MMS, el ritmo inflacionario podría situarse a finales de 2012 en 4.8%. Por las características de este tipo de modelos, este pronóstico es condicionado a que la tasa de interés líder de la política monetaria continúe con una trayectoria al alza de alrededor de 50 puntos básicos durante el primer semestre de 2012, lo que permitiría que la inflación converja a la meta de mediano plazo de 4.0% (+/- 1 punto porcentual).

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Durante 2011, los analistas privados de manera consistente consideraron que las expectativas de inflación para diciembre de 2012 serían inferiores a las previstas para finales de 2011, aunque se mantuvieron por encima del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para ese año. Dichas expectativas reflejaron su percepción respecto de los efectos del precio de los combustibles, del petróleo y de las materias primas, al desempeño de las políticas fiscal y monetaria y al tipo de cambio nominal. Según la última encuesta efectuada en diciembre de 2011, el ritmo

inflacionario a finales de 2012 se situará en 5.94%, valor por encima de la meta de inflación.



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.
Nota: El rubro Otros incluye: 1. Estacionalidad de los precios agrícolas, 2. Condiciones climáticas y Otros factores.

Es importante resaltar que las expectativas de inflación son sensibles a choques de oferta y a factores de demanda, lo que advertiría sobre la necesidad de seguir realizando esfuerzos en materia de política monetaria para anclar las expectativas a la meta de inflación, mediante la adopción de medidas oportunas.

En adición a los resultados señalados, se debe tener presente que en la coyuntura actual el escenario internacional continúa incierto por lo que se plantean dos escenarios. Uno que podría considerarse como un escenario base en el cual si bien hay un crecimiento moderado, disminuyen los riesgos de una desaceleración mundial y hay un orden en la solución de los problemas de Europa y se inicia un proceso de recuperación del crecimiento que aunque prolongado sería positivo. En ese contexto, la política monetaria deberá estar vigilante para evitar que los efectos de segunda vuelta y las presiones de demanda agregada interna se traduzcan en niveles inflacionarios altos y perniciosos.

El segundo escenario estaría asociado a un deterioro de la economía mundial derivado de la profundización de la crisis en Europa y su contagio a las economías emergentes. En ese escenario y dependiendo de los mecanismos de transmisión de una nueva crisis a las economías emergentes y en particular a Guatemala, la política económica deberá tomar en consideración los espacios disponibles para contrarrestar sus efectos. Desde la perspectiva monetaria, si la transmisión se refleja en una contracción de demanda habría un ajuste de precios hacia la baja que permitiría reducir las tasas de interés. De reducirse la disponibilidad de liquidez externa el banco central podría poner a

disposición de la banca medidas contingentes de provisión de liquidez.

En cualquier caso es importante tomar en consideración que la política monetaria no puede por sí sola mitigar los efectos de una crisis mundial, para ello se requerirá de esfuerzos coordinados con otras políticas para enfrentar cualquier circunstancia no predecible.

IV. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada por la Junta Monetaria en resolución JM-171-2011 es congruente con el logro de dicho objetivo.

En apoyo al logro del objetivo fundamental y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación interna converja a la meta, la ejecución de la política monetaria se complementa con acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación de las finanzas públicas, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.

2. Meta de política

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular relevancia definir una trayectoria para la meta de inflación que permita anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, en el corto, mediano y largo plazos, en niveles consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. La fijación de metas facilita que las referidas expectativas se anclen a la citada trayectoria, por lo que la meta de mediano plazo a partir de 2013, se establece en 4.0% +/- 1 punto porcentual. Para diciembre de 2012 se establece una meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual..



B. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las variables indicativas para la toma de decisiones de política monetaria, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo.

1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. En adición, con fines informativos, se continuarán reportando las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tasa de interés parámetro

Con el propósito de que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la

tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con la tasa de interés parámetro, dentro de un corredor.

5. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

La tasa de interés recomendada por el MMS reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere la trayectoria que debiera tener la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en el corto y mediano plazos. La tasa de interés líder de la política monetaria se estará comparando con la tasa de interés recomendada por el MMS dentro de un corredor.

C. VARIABLES INFORMATIVAS

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria y enfatizar el enfoque prospectivo de las variables informativas, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.



4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación (sobredepreciación) del tipo de cambio real.

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

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasas de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

A fin de contribuir a la consecución del objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se considera conveniente explicitar el enfoque que orientará la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el Mercado Institucional de Divisas (mercado cambiario).

1. Objetivo fundamental

En congruencia con el esquema de metas explícitas de inflación, la participación del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario se realizará privilegiando la consecución de su objetivo fundamental.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero y público, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el

propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre oferentes y demandantes de divisas en el mercado, existen razones para justificar la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, cuando dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia (En el Anexo 1, se detalla la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas).

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

La tasa de interés líder es la tasa de interés de referencia para las operaciones al plazo de 1 día (*overnight*), la que seguirá siendo utilizada por el Banco Central para dar a conocer la postura de la política monetaria.

b) Operaciones de estabilización monetaria

Las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, en virtud de que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Se continuará participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo (DP), siendo éstos:

i) Operaciones de neutralización de liquidez

- Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades



financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

- **Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A.**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

- **Subasta**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país con cupos determinados, y en forma directa con entidades públicas sin cupos, utilizando subastas de derechos de constitución de depósitos a plazo por fechas de vencimiento.

- **Ventanilla**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo con entidades del sector público.

ii) Operaciones de inyección de liquidez

El Banco de Guatemala realizará operaciones de inyección de liquidez con los bancos del sistema y sociedades financieras, aceptando como garantía depósitos a plazo en el Banco Central y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, mediante los mecanismos siguientes:

- **Mesa Electrónica Bancaria de Dinero**

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

- **Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A.**

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

Los Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala y los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, que el Banco Central acepte como garantía en las operaciones de inyección de liquidez serán valorizados, conforme a la metodología que apruebe el Comité de Ejecución.

iii) Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año

El Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, y en coordinación con la política fiscal, podrá realizar operaciones de estabilización monetaria cuyos vencimientos sean mayores a un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y mejore el manejo de sus pasivos, mediante la extensión de esos vencimientos.

iv) Operaciones de mercado abierto

El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, para cuyo efecto los mismos se definen elegibles, de conformidad con lo establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

c) Encaje bancario

14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

2. Política cambiaria

a) Regla de participación

El Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario, con el fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, de acuerdo con la regla de participación cambiaria contenida en Anexo 1.



b) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

El Banco de Guatemala continuará disponiendo de un instrumento que le permita regular liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-99-2004.

3. Política crediticia

a) Prestamista de última instancia

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005.

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

1. Eliminación del mecanismo de recepción de Depósitos a Plazo con el sector privado no financiero, por medio de la ventanilla

A partir del 1 de enero de 2012, el Banco de Guatemala ya no realizará la recepción de Depósitos a Plazo del sector privado no financiero, mediante el mecanismo de ventanilla.

2. Información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Los bancos del sistema y las sociedades financieras deberán informar diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, o sus Certificados Representativos, en el mercado bursátil y extrabursátil, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)

El Banco de Guatemala realizará las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo

real, de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (*overnight*).

4. Información sobre liquidez bancaria

Los bancos del sistema y las sociedades financieras informarán diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre su posición de liquidez.

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

Las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas informarán diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre las operaciones realizadas en el mercado cambiario.

6. Información del mercado de divisas a plazo

Las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas informarán diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de los contratos adelantados (*forward*) negociados y liquidados, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central. Una vez consolidada dicha información, éste la pondrá a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

7. Coordinación con la política fiscal

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, la Junta Monetaria instruyó al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones, que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental del Banco Central.



Asimismo, a efecto de brindar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

El Banco de Guatemala, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, revisará y, de ser el caso, propondrá a la Junta Monetaria las modificaciones que se consideren necesarias a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.



ANEXOS



ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**

La regla para la compra estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

- **Criterios para la Venta**

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

- **Liquidación**

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.



ANEXO 2

**CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE
LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN
RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER,
DURANTE 2012**

FECHA
15 DE FEBRERO
28 DE MARZO
25 DE ABRIL
27 DE JUNIO
25 DE JULIO
26 DE SEPTIEMBRE
31 DE OCTUBRE
28 DE NOVIEMBRE