



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

GUATEMALA, ENERO 2010



ÍNDICE

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

PRIMERA PARTE RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2009

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	SÍNTESIS	1
III.	CONTEXTO INTERNACIONAL	12
	A. LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2009	12
	1. Crecimiento económico y principales indicadores	12
	2. Economías avanzadas	14
	3. Economías con mercados emergentes y en desarrollo	15
	B. INFLACIÓN	17
	C. MERCADOS FINANCIEROS	19
IV.	OBJETIVO FUNDAMENTAL DEL BANCO CENTRAL	21
V.	COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN 2009	21
	A. COMPORTAMIENTO DEL RITMO INFLACIONARIO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009	21
	B. INFLACIÓN SUBYACENTE	24
	C. INFLACIÓN IMPORTADA	25
	D. INFLACIÓN EN OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN	26
VI.	RESPUESTA DE POLÍTICA	28
	A. REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER	28
	B. DOTACIÓN DE LIQUIDEZ AL MERCADO	31
	C. FORTALECIMIENTO DE LA POSICIÓN EXTERNA DEL PAÍS	32
VII.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	33
	A. PROYECCIÓN ECONÓMICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y DE 2010	33
	B. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	34

C.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	35
1.	Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados	35
2.	Expectativas implícitas de inflación	36
D.	TASA DE INTERÉS PARÁMETRO	37
E.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES ÍNDICATIVAS	38
F.	COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	39
1.	Emisión monetaria	39
2.	Base monetaria amplia	41
3.	Medios de pago	42
4.	Crédito bancario al sector privado	43
a)	Tasa de crecimiento interanual	43
5.	Tasa de interés pasiva de paridad	44
G.	TASAS DE INTERÉS	45
1.	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	45
a)	En moneda nacional	45
b)	En moneda extranjera	46
H.	OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	47
1.	En moneda nacional	47
a)	Por plazo	47
b)	Por fecha de vencimiento	48
VIII.	ENTORNO MACROECONÓMICO	52
A.	SECTOR EXTERNO	52
1.	Balanza de pagos estimada para 2009	52
2.	Reservas Monetarias Internacionales Netas	55
3.	Tipo de cambio nominal	56
B.	SECTOR REAL	63
1.	Aspectos generales	63
C.	SECTOR FISCAL	66
1.	Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	66

SEGUNDA PARTE
POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

I.	ASPECTOS GENERALES	69
II.	CONDICIONANTES DEL ENTORNO EXTERNO	70
	A. DE LA ECONOMÍA MUNDIAL	70
	1. Crecimiento económico y principales indicadores	70
	2. Inflación	73
	B. ALGUNOS RIESGOS DEL ENTORNO INTERNACIONAL	77
III.	CONDICIONANTES DEL ENTORNO INTERNO	81
	A. LOS ESCENARIOS DE LA POLÍTICA FISCAL	81
	1. Escenario Uno	81
	2. Escenario Dos	82
	3. Escenario Tres	82
	B. EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES ECONÓMICOS	84
	C. LAS PROYECCIONES Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	85
	1. Proyección econométrica de inflación para 2010	85
	2. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	86
IV.	POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010	89
	A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA	89
	1. Objetivo fundamental	89
	2. Meta de Política	90
	B. VARIABLES INDICATIVAS	90
	1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	90
	2. Ritmo inflacionario total proyectado	90
	3. Tasa de interés parámetro	90
	4. Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	90
	5. Expectativas de inflación del panel de analistas privados	90
	6. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	91

C.	VARIABLES DE SEGUIMIENTO	91
	1. Emisión monetaria	91
	2. Base monetaria amplia	91
	3. Medios de pago	91
	4. Crédito bancario al sector privado	91
D.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	92
	1. Enfoque en el objetivo fundamental	92
	2. Realización de operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación	92
	3. Flexibilidad cambiaria	92
E.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	92
	1. Mercado monetario	92
	a) Tasa de interés líder de política monetaria	92
	b) Operaciones de estabilización monetaria	93
	c) Otros instrumentos de política monetaria	93
	i) Encaje bancario	93
	ii) Prestamista de última instancia	93
	iii) Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año	94
	iv) Operaciones de inyección de liquidez por medio de la MEBD	94
	v) Operaciones de mercado abierto	94
	2. Mercado Institucional de Divisas	94
	a) Regla de participación	94
	b) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América	94
F.	MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	94
	1. Continuar con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores	94
	2. Contratos <i>forward</i> de divisas	95
	3. Coordinación con la política fiscal	95
	4. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	95

V.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2010	96
A.	DEL SECTOR REAL	96
B.	DE LA BALANZA DE PAGOS	99
C.	DEL SECTOR MONETARIO	104

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

PRIMERA PARTE RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2009

I. INTRODUCCIÓN

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala debe comparecer ante el Honorable Congreso de la República para presentar informe circunstanciado, durante los meses de enero y julio de cada año. De acuerdo con el artículo citado, el informe del mes de enero debe 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.

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, la Presidenta del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a enero de 2010. Como marco del citado informe, 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 esta meta, realizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer en el logro del desarrollo económico del país.

II. SÍNTESIS

A. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009 se ejecutó en el contexto de un escenario internacional complejo, caracterizado por la recesión de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos de América, de la Zona del Euro y de Japón, así como por una desaceleración económica generalizada en América Latina, un menor nivel de confianza en los mercados financieros internacionales, un nivel bajo de apetito por riesgo (de crédito, de mercado y de liquidez) y una marcada volatilidad de los referidos mercados. No obstante, la confianza de los consumidores y empresas se está restableciendo y los estímulos fiscales y monetarios implementados alrededor del mundo están mostrando sus efectos positivos en el proceso de reactivación.

Los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica mundial se profundizaron hasta el primer trimestre de 2009 y a partir del segundo trimestre se observa una ligera recuperación, lo que se evidencia en el comportamiento de la actividad económica que han registrado los principales países industrializados, tanto en el segundo como en el tercer trimestres de 2009 (Estados



Unidos de América, -6.4%, -0.7% y 2.2%, en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente; Zona del Euro, -9.6%, -0.6% y 1.5% en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, en su orden; y, Japón, -11.9%, 2.7% y 1.3% en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente). En relación con la sostenibilidad del proceso de recuperación de las economías avanzadas, existe la preocupación de que tal proceso se esté fundamentando en los estímulos de las políticas monetarias y fiscales, así como en el ciclo de reabastecimiento de inventarios, más que en una recuperación de la demanda privada, en cuyo caso la mencionada recuperación podría ralentizarse o, incluso, revertirse al agotarse las posibilidades de mantener los estímulos monetarios o fiscales. Una de las dificultades más importantes que obstaculizan la reactivación de la demanda privada en los países avanzados es el alto nivel de endeudamiento de los hogares y de las empresas en esos países.

Los efectos de la crisis también fueron apreciables en la evolución del comercio internacional. En efecto, el volumen de comercio mundial observó variaciones interanuales negativas importantes a partir del segundo semestre de 2008 y a lo largo de 2009 (registrando a octubre caída de -9.4%, pero inferior a la registrada en mayo cuando se ubicó en -19.4%)¹. En el caso de América Latina, la reducción en el volumen de comercio internacional ha sido aún más pronunciada (-17.2%)². Se espera que el volumen de comercio mundial en 2009 sea menor en -11.9% al de 2008³. No obstante, es importante mencionar que los gobiernos, principalmente del Grupo de los 20 (G-20)⁴, se han comprometido a mantener regímenes abiertos de comercio e inversiones y han dado muestras de su capacidad de resistir a las presiones proteccionistas internas, aspecto que contribuyó a hacer menos intensa la crisis.

Adicionalmente, el desempleo se ha incrementado apreciablemente en muchas de las economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos de América, la tasa de desempleo llegó a una cifra de dos dígitos, ubicándose en 10.0% en diciembre de 2009⁵.

Las condiciones financieras internacionales permitieron apreciar un proceso de normalización de los principales mercados de valores en el mundo a partir del segundo trimestre de 2009. En efecto, los márgenes que reflejan la percepción del riesgo de crédito (como, por ejemplo, el *TED Spread*), que alcanzaron niveles sumamente elevados en el último trimestre de 2008, se redujeron durante el primer semestre de 2009 y alcanzaron niveles históricamente bajos en el segundo semestre de dicho año. Los principales índices accionarios también mostraron una recuperación sustancial a partir del segundo trimestre de 2009. Este resultado se asocia en medida importante a las acciones extraordinarias de política monetaria que las economías avanzadas implementaron para enfrentar la crisis financiera y dotar de abundante liquidez a los mercados. Las primas por riesgo de los países emergentes también volvieron

¹ Oficina de Análisis Económico de Holanda, *World-Trade Monitor*. Diciembre 2009.

² Oficina de Análisis Económico de Holanda, *World-Trade Monitor*. Diciembre 2009.

³ Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Octubre 2009.

⁴ El Grupo de los 20 (G-20) está integrado por los países siguientes: Alemania, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Rusia, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, República Popular China, India, Indonesia, México, República de Corea, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea.

⁵ De hecho, la tasa de desempleo para la población hispana en dicho país alcanzó la cifra de 12.9% en diciembre de 2009.



a niveles semejantes a los que prevalecían antes de la crisis, luego de haberse incrementado marcadamente por efecto de ésta, como lo evidencian el índice EMBI Global y los márgenes que reflejan el riesgo de la deuda soberana de varios países emergentes (por ejemplo, México, Brasil, Perú, Chile y Colombia). No obstante lo anterior, los intermediarios financieros (particularmente los bancos) en las economías avanzadas se encuentran todavía patrimonialmente débiles en general, situación que dificulta el apoyo que tales entidades pueden brindar al proceso de recuperación económica y que contribuye a explicar el hecho de que el crédito bancario al sector privado mostró tasas de variación negativas, en numerosos países, en 2009.

Por su parte, los precios internacionales del petróleo y de sus derivados, del maíz, del trigo y de otras materias primas mostraron en 2009 niveles sustancialmente más bajos que los que alcanzaron en 2008, aunque su tendencia ha sido, en general, alcista a partir de marzo de 2009. En ese contexto, el comportamiento de los precios del petróleo y de otras materias primas ha sido una fuente de incertidumbre para la perspectiva inflacionaria y para la de recuperación económica, en la economía mundial.

En cuanto a la inflación, ésta fue considerablemente menor en 2009 que en 2008, tanto en economías avanzadas como en las economías en desarrollo, reflejando los efectos de la reducción en los precios de las materias primas y los niveles deprimidos de las demandas agregadas: De hecho, en varias economías se observaron variaciones interanuales negativas en los índices de precios. A pesar de ello, las expectativas inflacionarias en las economías desarrolladas han tendido a estabilizarse, mientras que en las economías de América Latina comienzan a evidenciar un aumento para 2010.

Las tasas de interés de política monetaria en los países desarrollados, las cuales mostraron reducciones sustanciales en 2008, sobre todo en el último trimestre, en 2009 permanecieron, en general, invariables en niveles históricamente bajos (en algunos casos cercanos a cero), como parte del apoyo de la política monetaria a la normalización de los mercados financieros y al proceso de recuperación económica. En los países emergentes, las tasas de interés de política monetaria observaron reducciones importantes en el primer semestre de 2009, en tanto que, en el segundo semestre, tendieron a mantenerse estables. En efecto, en la mayoría de países, el proceso de reducción de la tasa de interés de política monetaria parece haberse detenido, debido al resurgimiento de potenciales presiones inflacionarias o a que el nivel de dicha tasa se ha aproximado a cero. Sin embargo, los bancos centrales también aplicaron medidas de política monetaria no convencionales como parte de los estímulos monetarios para enfrentar la crisis y apoyar la recuperación económica.

En materia de política fiscal, los países avanzados aplicaron políticas expansivas anticíclicas, tendientes a incrementar el gasto público o reducir la recaudación tributaria, mediante medidas



discrecionales, más allá de la reacción de los estabilizadores automáticos de las finanzas públicas⁶. El acceso que estos países tienen al financiamiento en los mercados financieros les permitió registrar déficit fiscales excepcionalmente cuantiosos. En el caso de los países emergentes y en desarrollo, muchos de ellos también aplicaron políticas fiscales expansivas anticíclicas, apoyándose para el efecto, en algunos casos, en los recursos acumulados como consecuencia de los ingresos extraordinarios derivados de los altos precios de sus productos de exportación en años previos y, en otros, en la posibilidad de acceder a financiamiento del déficit fiscal por tener niveles de deuda pública relativamente bajos y condiciones macroeconómicas estables y sólidas. Los países que no tuvieron estas posibilidades se vieron forzados a recortar el gasto público en respuesta a la reducción en la recaudación tributaria, implementando, de hecho, políticas fiscales procíclicas.

B. INFLACIÓN

La marcada reducción de los precios de las materias primas a partir del segundo semestre de 2008, aunada a la desaceleración económica que debilitó la demanda agregada externa e interna, incidieron en que el ritmo inflacionario disminuyera de 9.40% en diciembre de 2008 a -0.28% en diciembre de 2009, ubicándose por debajo del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida (5.5% +/- 1 punto porcentual). Cabe indicar que durante el año se observaron tasas negativas de variación interanual del índice de precios al consumidor en cinco meses (julio, agosto, octubre, noviembre y diciembre)⁷.

La inflación importada, luego de alcanzar un máximo de 5.84 puntos porcentuales de la inflación total en junio de 2008, bajó a 2.17 puntos porcentuales en diciembre de 2009, de los cuales 0.39 puntos porcentuales correspondieron a inflación importada directa y 1.78 puntos porcentuales a inflación importada indirecta, lo que evidencia la reversión tanto de la dirección como de los efectos de los choques externos de precios.

C. SECTOR REAL

Desde 2004, la actividad económica nacional había venido registrando un crecimiento sostenido y en 2007 se observó la tasa de crecimiento más alta de la presente década (6.3%). Sin embargo, la desaceleración económica que se experimentó en las economías de los principales socios comerciales

⁶ Los estabilizadores automáticos de las finanzas públicas son los mecanismos de incremento del gasto público y de reducción de la recaudación tributaria que operan por sí solos en la fase contractiva del ciclo económico, sin necesidad de la adopción de medidas discrecionales de política fiscal.

⁷ Esta serie de variaciones interanuales negativas no debe interpretarse en el sentido que el país esté en presencia de un proceso deflacionario, puesto que se considera que tales variaciones negativas no reflejan un proceso generalizado y sostenido de reducciones de precios. En particular, en diciembre de 2009, el 69.05% de los gastos básicos, que integran el índice de precios al consumidor, registró incrementos interanuales de precios ese mes, de manera que la reducción de precios no ha sido un fenómeno generalizado. Adicionalmente, debido a que el comportamiento esperado de los precios de las materias primas y el proceso de recuperación económica, tanto de la economía mundial como de la nacional, se estima que ocurran moderadas presiones inflacionarias en 2010, de manera que en ese año se espera observar tasas inflacionarias positivas.



del país en 2008, asociada a la crisis financiera global y el deterioro de las expectativas de los agentes económicos nacionales incidieron en la evolución menos dinámica del Producto Interno Bruto (PIB) del país, lo que se reflejó en una tasa de crecimiento de 3.3% en el referido año. La crisis internacional se prolongó durante 2009, propiciando que la economía mundial entrara en un proceso de recesión, provocando un mayor deterioro en varios indicadores macroeconómicos de los socios comerciales de Guatemala, en particular, por la fuerte caída del comercio mundial durante el primer semestre de 2009. Esto último afectó la economía nacional ya que la caída del comercio internacional generó una reducción de la demanda de exportaciones, mientras que el aumento en el desempleo y la caída del consumo privado se tradujeron en menores ingresos de divisas por remesas familiares y disminución de los flujos netos de turismo. No obstante, a partir del segundo semestre de 2009 se mejoraron levemente las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas, dando indicios de que la recesión mundial pareciera estar finalizando, aunque existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación podría ser lento, sobre todo si se toman en cuenta los elevados niveles de desempleo, la debilidad del canal crediticio y la reducción gradual prevista de los estímulos fiscales.

En ese contexto, se estima que para 2009 la actividad económica nacional, medida por el PIB en términos reales, registre un crecimiento de 0.6%, inferior a la tasa de crecimiento observada en 2008 (3.3%). El modesto desempeño de la actividad real del país en 2009 se deriva de la debilidad de la demanda agregada, la cual se manifiesta, como se indicó, en el comportamiento de algunos indicadores que registraron tasas de variación negativas, tales como las exportaciones e importaciones; los flujos netos de remesas familiares, de turismo y de capital privado; la recaudación tributaria; la brecha del producto; y los niveles históricamente bajos de la tasa de inflación, así como la reducción en la tasa de variación del crédito bancario al sector privado.

En el contexto descrito, el resultado en la actividad económica nacional es alentador, sobre todo tomando en cuenta que numerosos países habrían registrado tasas negativas de crecimiento económico, y obedece, en alguna medida, a que la economía guatemalteca, comparada con otras economías de la región centroamericana, tiene un componente interno mayor, lo que la hace un poco menos dependiente del comercio exterior y del efecto en la contracción de remesas familiares, rubros que fueron fuertemente afectados por la crisis económica internacional. Asimismo, otros factores que han coadyuvado a mitigar, en alguna medida, el impacto de la crisis económica mundial son la diversificación de las exportaciones (de destinos y de productos), la cual ha reducido la alta dependencia de un solo mercado como el de los Estados Unidos de América; los altos precios de productos tradicionales de exportación; el hecho de que el sistema financiero guatemalteco manifestó una baja exposición externa, al no contar con inversiones en valores extranjeros (especialmente los denominados “activos tóxicos”); la flexibilidad del tipo de cambio nominal, la cual permitió un ajuste ante los choques externos; y, la política fiscal moderadamente anticíclica, que se reflejó no solo en un impulso a la demanda agregada interna, sino que también



permitió compensar la reducción en los flujos de capital privado del exterior mediante la contratación de empréstitos en el exterior.

Desde el punto de vista de la generación del PIB por el origen de la producción de los cuatro principales sectores que conjuntamente representaron el 60% del PIB en 2008, se espera que tres de ellos (*Industrias manufactureras, Servicios privados y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*)⁸ registren crecimiento real positivo en 2009, en tanto que sólo uno (*Comercio al por mayor y menor*) mostraría un crecimiento negativo. Sin embargo, las mayores tasas de crecimiento en 2009 se estarían observando en los sectores *Administración pública y defensa, Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares y Transporte, almacenamiento y comunicaciones*. Este comportamiento favorable concuerda con el hecho de que la tendencia-ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica dejó de caer en 2009 y ha mostrado una tendencia levemente positiva en meses recientes.

D. SECTOR EXTERNO

El comportamiento del sector externo en 2009 se caracterizó por la reducción importante del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, la acumulación de reservas monetarias internacionales netas y la moderada depreciación del tipo de cambio nominal.

La reducción del déficit en cuenta corriente obedece principalmente a la fuerte disminución en el valor de las importaciones (-21.0% respecto de 2008), superior a la reducción en los flujos de exportaciones (-8.5%) y de remesas familiares (-9.3%). El déficit en cuenta corriente sería de alrededor de 1.0% de PIB en 2009 (4.5% en 2008). Este resultado, históricamente bajo, puede atribuirse a los efectos de la crisis económica internacional.

En cuanto a las reservas monetarias internacionales netas, éstas se incrementaron en US\$553.8 millones al 31 de diciembre de 2009, ubicándose en US\$5,212.6 millones. Tal incremento obedeció principalmente a la asignación de Derechos Especiales de Giro que efectuara el Fondo Monetario Internacional en los meses de agosto y septiembre, al ingreso neto de flujos de capital del sector público y a los rendimientos de las referidas reservas.

En relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto del dólar estadounidense, al 31 de diciembre de 2009, registró una depreciación acumulada de 7.30%, pasando de Q7.782 a Q8.350 por US\$1.00. Se pueden identificar al menos cuatro etapas en el comportamiento del tipo de cambio nominal en 2009. La primera durante el primer trimestre del año, período en el que registró una depreciación de 4.21%, explicada principalmente por el pago de líneas de crédito con corresponsales del exterior por parte de los bancos del sistema, ante las restricciones crediticias provocadas por la crisis financiera internacional. La segunda etapa abarca del 1 de abril al 15 de julio, episodio en el que el tipo de cambio registró un comportamiento relativamente estable y en el que tendieron a normalizarse los flujos

⁸ En el caso de la agricultura, contribuiría a este resultado el hecho de que los precios de algunos de los principales productos tradicionales de exportación han evolucionado favorablemente para el país en 2009.



derivados de líneas de crédito bancarias con el exterior. La tercera etapa comprende del 16 de julio al 14 de octubre, período en el que el tipo de cambio registró una depreciación de 2.49%, comportamiento que fue reflejo, por un lado, de menores ingresos de capital privado y de factores estacionales y, por otro lado, de los efectos parcialmente compensatorios de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la venta de US\$245.7 millones. La cuarta etapa abarca del 15 de octubre al 31 de diciembre, período en el que el tipo de cambio registró una apreciación de 0.14%, comportamiento acorde con la estacionalidad de esta variable.

Si bien la magnitud de la reducción observada en el valor nominal de las importaciones ha reducido los requerimientos de financiamiento externo del país, los flujos de capital privado externo han disminuido y, en adición, no han sido canalizados en su totalidad al mercado cambiario dado que una parte de ellos se ha destinado a incrementar los depósitos en moneda extranjera y a fortalecer la posición externa de los bancos del sistema.

Es importante destacar que, a diferencia de las economías de otros países de Latinoamérica, la economía de Guatemala se encuentra menos integrada financieramente a los mercados internacionales⁹, por lo que los choques financieros externos impactan en menor magnitud y con un rezago mayor. En efecto, al inicio de la profundización de la crisis financiera internacional, en el segundo semestre de 2008, en países como México, Brasil y Chile, las monedas respectivas registraron, en 2008 depreciaciones superiores al 25.0%; mientras que en Guatemala la depreciación del tipo de cambio nominal fue de únicamente 2.0%. Sin embargo, en gran medida, las depreciaciones observadas a fines de 2008 en los países mencionados constituyeron sobrerreacciones que fueron corregidas en los primeros seis meses de 2009 mediante apreciaciones de sus monedas entorno al 15.0%. En contraste, en el caso guatemalteco, en los primeros tres meses de 2009 la moneda nacional se depreció en 4.2% sin que se haya producido la sobrerreacción (en 2008) y la posterior corrección (en 2009) ocurrida en los países latinoamericanos financieramente más integrados a la economía mundial.

Las expectativas de los agentes económicos también habrían incidido, en alguna medida, en el comportamiento del tipo de cambio nominal en 2009. Las expectativas de depreciación de la moneda nacional respecto del dólar estadounidense tomaron relevancia luego de la intensificación de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, por la incertidumbre que se generó, principalmente con relación a los flujos de crédito provenientes del exterior, expectativas que se exacerbaban en ciertos episodios de 2009 en los que se observó mayor volatilidad cambiaria. El efecto de tales expectativas se evidencia en forma moderada por el cambio en la preferencia de los agentes económicos por depósitos en moneda extranjera en los bancos del sistema; que pasaron de representar 16.3% de los depósitos totales el 31 de diciembre de 2008 a 18.7% el 31 de diciembre de 2009.

⁹ Esto se explica, principalmente, por el tamaño relativo de la economía y por el escaso desarrollo del mercado de capitales en el país.



Cabe mencionar que el Banco de Guatemala participó en el mercado cambiario en los episodios de mayor volatilidad, poniendo a disposición del mercado un total de US\$364.6 millones (US\$67.5 millones en marzo, US\$9.9 millones en julio, US\$112.6 millones en agosto, US\$98.5 millones en septiembre, US\$32.8 millones en octubre, US\$19.7 millones en noviembre y US\$23.7 millones en diciembre). Si bien en Guatemala el esquema cambiario es flexible, es decir, que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario de conformidad con una regla de participación que tiene la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. En adición, la Junta Monetaria, tomando en consideración la incertidumbre y volatilidad que prevalecía en los mercados financieros internacionales, aprobó en resolución JM-22-2009, del 25 de febrero de 2009, facultar al Banco de Guatemala a participar, de forma excepcional, en el mercado cambiario para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal.

En un régimen de metas explícitas de inflación, el tipo de cambio debe ser flexible para que sus variaciones faciliten a la economía la absorción de choques externos y para que la autoridad monetaria concentre su atención en la consecución de la meta de inflación, la cual se constituye en el ancla nominal de la política monetaria, sin perseguir activamente una trayectoria o un nivel específicos para el tipo de cambio. En ese sentido, la flexibilidad del régimen cambiario permite a una economía pequeña y abierta adaptarse de mejor manera al entorno externo y compatibilizar sus precios internos con el equilibrio de la balanza de pagos, a pesar de las posibles rigideces nominales de algunos de sus precios y salarios.

- **El programa con el FMI y la calificación de riesgo país**

Los efectos de la coyuntura internacional prevaleciente se tradujeron en 2009 en un menor dinamismo de la actividad económica y en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, así como en caídas en los ingresos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo, por flujos de capital privado, así como en una caída de la recaudación tributaria. A pesar de que el entorno macroeconómico externo, como se indicó, muestra señales incipientes de recuperación, es previsible que la región y el país continúen absorbiendo, aunque en menor magnitud, los choques externos, dado que todavía existen márgenes de incertidumbre.

La política macroeconómica disciplinada del país, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario, como medida preventiva frente a la incertidumbre prevaleciente desde septiembre de 2008, en cuanto a la intensidad y duración de la crisis financiera internacional, hacía aconsejable contar con recursos contingentes. En ese sentido, la autoridad económica, en el marco del Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), requirió el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) mediante un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio. El Directorio del FMI aprobó, en marzo de 2009, un acuerdo que permite al Banco Central contar con un monto de



recursos contingentes en Derechos Especiales de Giro (DEG), por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones, para apoyo de Balanza de Pagos. Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron a junio, a septiembre y a diciembre y, según el comunicado más reciente de dicho organismo, la evolución macroeconómica del país, en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a mitigar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica. Al respecto, vale la pena destacar que el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, le permitió al país que las agencias calificadoras de riesgo soberano *Fitch Ratings*, *Moody's* y *Standard & Poor's*, mantuvieran en 2009 tanto sus calificaciones como las perspectivas para el riesgo soberano de Guatemala.

E. SECTOR FISCAL

Ante los efectos que sobre la economía nacional tuvo la crisis económica internacional, la política fiscal en 2009 adoptó una postura moderadamente anticíclica, la cual se reflejó en el hecho de que el déficit fiscal, según cifras preliminares, alcanzó un 3.3% del PIB, como resultado de un incremento interanual de 8.3% en el gasto público total y de una reducción de 4.9% en los ingresos tributarios.

Durante los años previos a la crisis, varios países latinoamericanos se beneficiaron del alto precio de las materias primas que les generaron ingresos tributarios extraordinarios y superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos, permitiéndoles acumular recursos externos susceptibles de financiar una postura fiscal fuertemente anticíclica en 2009. Por el contrario, los países de Centroamérica, al ser importadores netos de las referidas materias primas, registraron incrementos en los déficits en cuenta corriente y sus términos de intercambio se deterioraron. En el caso de Guatemala, el financiamiento de la política fiscal moderadamente anticíclica fue posible por el marco de estabilidad macroeconómica que ha caracterizado al país y por el nivel relativamente bajo de la deuda pública.

F. SECTOR FINANCIERO

El sector financiero guatemalteco resistió los efectos de la crisis económica y financiera internacional, manteniendo niveles adecuados de liquidez y solvencia. Para ello contribuyó, de manera importante, el hecho de que las entidades del sistema no estuviesen contaminadas con la tenencia de activos que perdieron valor de manera sustancial en los mercados internacionales (denominados “activos tóxicos”). Adicionalmente, cabe mencionar los niveles adecuados de capitalización que, en general, tenían los bancos del sistema antes de la crisis. Por otro lado, las medidas implementadas por el Banco Central para dotar de liquidez al mercado, durante el último trimestre de 2008 y los primeros meses de 2009, coadyuvaron a mantener la confianza en el sistema mientras la crisis financiera internacional manifestaba mayor intensidad.



A diciembre de 2009, los bancos guatemaltecos incrementaron sus captaciones en 10.3%, pero el crédito bancario al sector privado sólo se incrementó en 1.1%, derivado de la mayor restricción de oferta crediticia causada por un menor apetito por riesgo (tanto de riesgo de liquidez, a raíz de la incertidumbre prevaleciente como consecuencia de la crisis financiera internacional, como de riesgo de crédito, por la desaceleración del crecimiento económico interno) y de la menor demanda de crédito que refleja la debilidad de la demanda agregada, en general y a la sustancial reducción en los flujos de comercio exterior, en particular. De esa cuenta, los bancos del sistema canalizaron recursos a la reducción del saldo de préstamos provenientes de líneas de crédito del exterior, así como a la inversión de Bonos del Tesoro y a la constitución de depósitos a corto plazo en el Banco de Guatemala.

Cabe indicar que la Junta Monetaria mediante resolución JM-47-2009 de fecha 6 de mayo de 2009, emitió opinión favorable sobre el proyecto de decreto, elevado a su consideración por la Superintendencia de Bancos, que contiene modificaciones al Decreto Número 19-2002 Ley de Bancos y Grupos Financieros y al Decreto Número 16-2002 Ley Orgánica del Banco de Guatemala. Dicho proyecto de ley incorpora lo pertinente a mejores prácticas y estándares internacionales de conformidad con las experiencias obtenidas, con las recomendaciones de organismos internacionales y con lo estipulado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea; el que representaría un nuevo avance para el sistema financiero guatemalteco, acorde con las tendencias que a nivel mundial están experimentando los mercados financieros, con el propósito de que funcione en forma más eficiente, transparente, competitiva, sana y confiable, salvaguardando y fortaleciendo la confianza del público en la actividad bancaria y cumpliendo el mandato constitucional de velar por el ahorro nacional.

G. RESPUESTA DE POLÍTICA

Los resultados de una inflación por debajo de la meta establecida, fue un comportamiento generalizado en 2009 no sólo para los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación (con excepción de México) sino que también a nivel mundial y obedeció, fundamentalmente, al fuerte realineamiento de precios de materias primas que sucedió al brusco y significativo aumento registrado en el primer semestre de 2008; y, a la fuerte contracción de la demanda agregada mundial y de cada país, como consecuencia de la recesión económica mundial resultado de la crisis. En Guatemala, como en la mayoría de países del mundo, desarrollados y en desarrollo, la marcada desaceleración de la inflación abrió espacios para una mayor flexibilidad de la política monetaria dentro de un marco de prudencia y gradualidad con el propósito de no crear distorsiones en otros precios macroeconómicos. Lo anterior permitió a la Junta Monetaria reducir la tasa de interés líder de política monetaria en 275 puntos básicos, situándola a partir de septiembre en 4.50%, de un nivel de 7.25% en que se encontraba a finales de 2008.

Adicionalmente, la política monetaria atendió los requerimientos especiales de liquidez que se derivaron de la mencionada crisis internacional, promovió el fortalecimiento de la posición externa del



país y buscó moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. A continuación se resumen los aspectos más relevantes relativos al desempeño de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009.

Es importante enfatizar que, si bien los niveles históricamente bajos de inflación observados en 2009 podrían haber sugerido la conveniencia de aplicar una política monetaria más agresiva, por medio de reducciones de mayor magnitud o más frecuentes en la tasa de interés líder de política monetaria, la Junta Monetaria consideró pertinente aplicar disminuciones prudentes y graduales en la misma. Tal decisión obedeció a la necesidad percibida de anclar las expectativas de inflación en niveles compatibles con la meta para dicha variable, en un horizonte de mediano plazo. Cabe indicar que, una acelerada y drástica reducción de la tasa de interés líder de política monetaria no habría conseguido incrementar el crédito bancario al sector privado ya que su desaceleración obedeció fundamentalmente a la caída de la demanda interna y externa. En efecto, aún en aquellos países en donde las reducciones fueron más intensas, llevando en algunos casos su nivel a casi 0%, no se logró reactivar el crédito bancario al sector privado debido a que la demanda de crédito fue débil durante el año, como también lo fue el apetito por riesgo de los bancos en general. En adición, variaciones drásticas en la tasa de interés líder de política monetaria pueden incidir en la determinación de otros precios macroeconómicos, como el tipo de cambio nominal, por lo que, una trayectoria de reducciones de mayor magnitud o más frecuentes en dicha tasa podría haber generado volatilidad cambiaria adicional y causado mayores participaciones del Banco Central, comprometiendo en determinado momento la consistencia entre la política monetaria y la política cambiaria.

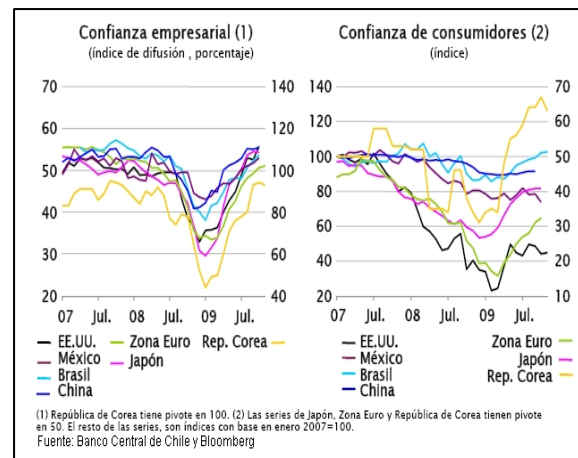
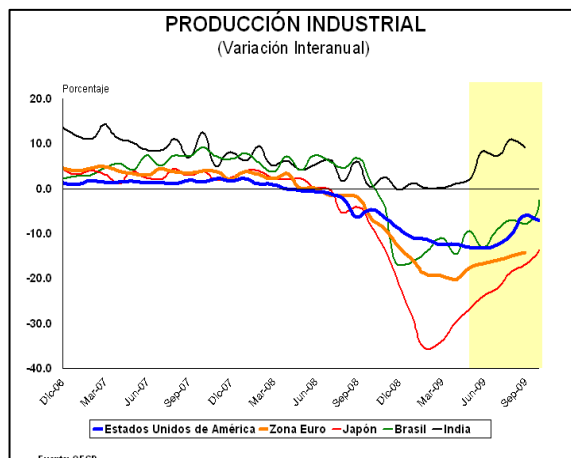
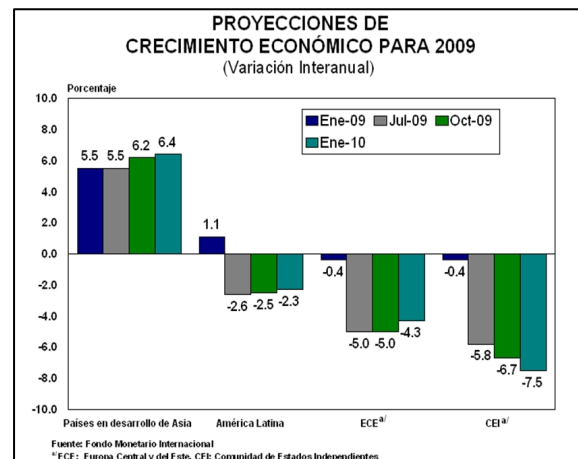
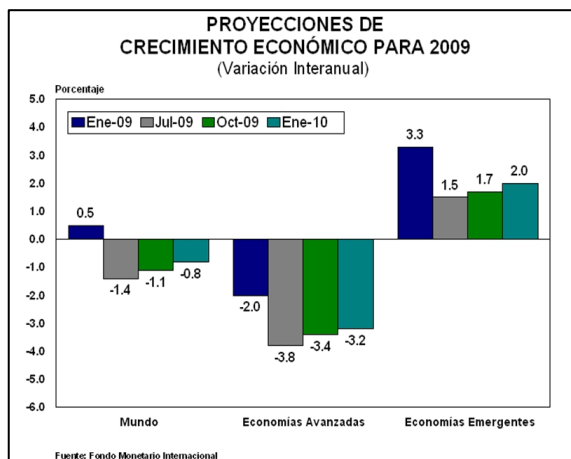
En síntesis, la ejecución de la política monetaria se desarrolló en un entorno internacional complejo caracterizado por la recesión económica mundial, la cual afectó negativamente los flujos de comercio y de turismo al país, los ingresos por remesas familiares y los flujos de capital privado. A nivel interno, la caída de las importaciones y el debilitamiento de la demanda doméstica generaron una importante disminución en los ingresos tributarios, lo que hizo necesario recurrir a mayor financiamiento externo por parte del gobierno para poder compensar esta disminución e implementar una política fiscal moderadamente anticíclica. La desaceleración sustancial registrada en las expectativas y en los pronósticos de inflación durante 2009, así como en la inflación observada, abrió espacios para una política monetaria más flexible que complementó a la política fiscal moderadamente anticíclica, mientras que la coordinación entre ambas políticas fue determinante para mantener la estabilidad macroeconómica y coadyuvó a la suscripción de un Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional, de carácter precautorio, por un monto aproximado de US\$935 millones.

III. CONTEXTO INTERNACIONAL

A. LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2009

1. Crecimiento económico y principales indicadores

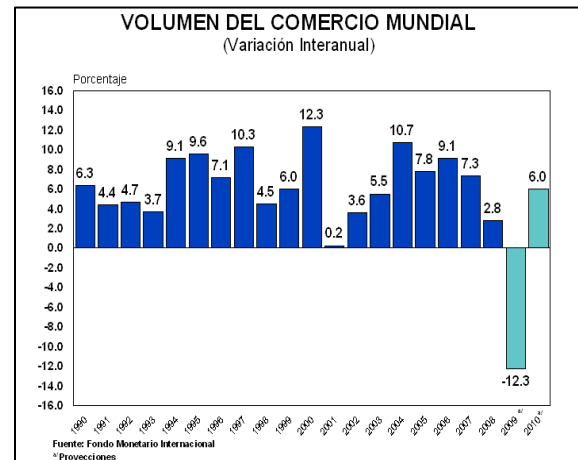
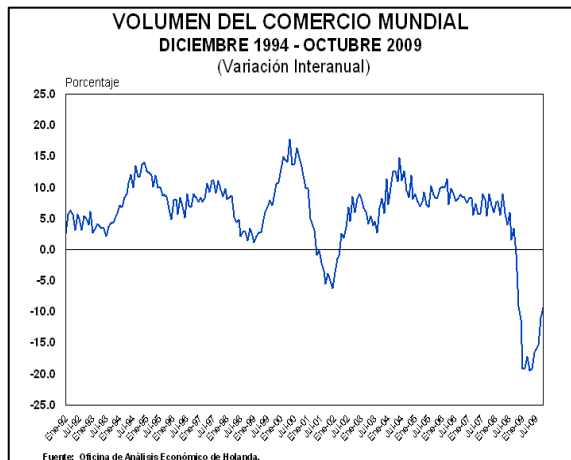
De acuerdo con estimaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁰, se prevé una reducción de 0.8% del crecimiento económico mundial en 2009, que contrasta con el crecimiento de 3.0% en 2008. En el segundo trimestre de 2009, en la mayor parte de países, tanto desarrollados como con economías con mercados emergentes, finalizó la profundización de la recesión y en algunos casos se observó crecimiento respecto del trimestre previo, lo que se observa en los principales indicadores de producción industrial y de confianza de consumidores y de empresas. Esta leve mejora en la tasa de crecimiento económico mundial se asocia a los signos de recuperación que comenzaron a registrar los mercados financieros a nivel mundial, luego del deterioro que experimentaron el año anterior y que se prolongó durante los primeros meses del presente año, aspecto que también se ha evidenciado, como se indicó, en otros indicadores económicos como la confianza de los consumidores y de los empresarios en las principales economías desarrolladas del mundo.



¹⁰ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial. Enero 2010.

Otra serie de factores han apoyado esta mejora en las perspectivas de crecimiento. En primer lugar, el significativo estímulo monetario (mediante reducciones en las tasas de interés de política y la implementación de otras medidas no convencionales) y el fuerte impulso fiscal aplicado no sólo por las principales economías desarrolladas, sino también por un grupo importante de economías emergentes. En segundo lugar, el repunte en el sector manufacturero, el cual está asociado a un cambio en el ciclo de inventarios.

En cuanto al comercio mundial, éste ha comenzado a mostrar incipientes signos de recuperación, aunque continúa mostrando variaciones negativas en términos interanuales. En efecto, el intercambio mundial de mercancías registró a octubre una caída de 9.4%, inferior a la registrada a mayo (19.4%). Las últimas estimaciones apuntan que en 2009, el comercio mundial disminuirá en torno al 12.3%, la mayor disminución observada desde la Segunda Guerra Mundial, aunque para 2010 se espera una ligera recuperación de alrededor del 6.0%, como resultado de la recuperación de la economía mundial.



En ese contexto, aun cuando se presenta una mejor perspectiva en el escenario económico mundial, aún persisten riesgos que condicionarían una recuperación sostenida en el mediano plazo, tal es el caso de la demora en la normalización del canal crediticio, el cual a pesar de las medidas de políticas fiscal y monetarias implementadas, aún no se ha restablecido y no se prevé una fuerte recuperación en el corto plazo, lo que podría convertirse en una limitante a la inversión. Se estima que las condiciones crediticias continúen siendo restrictivas en las principales economías, debido, principalmente, a la debilidad que aún presentan los balances de diversas instituciones financieras, a la elevada carga de la deuda del sector privado y a la fragilidad del mercado de trabajo.

Otro riesgo latente sobre la sostenibilidad del crecimiento económico, es que éste se contraiga o se estanque cuando los estímulos de política económica, principalmente fiscales, se retiren. En esa perspectiva, en las discusiones en el seno del Grupo de los 20 (G-20) se logró un amplio consenso acerca de la decisión de no apresurar la reversión de las políticas anticíclicas, dada la incertidumbre

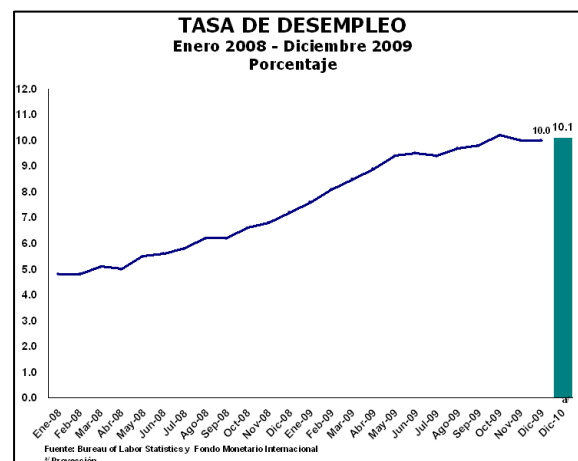
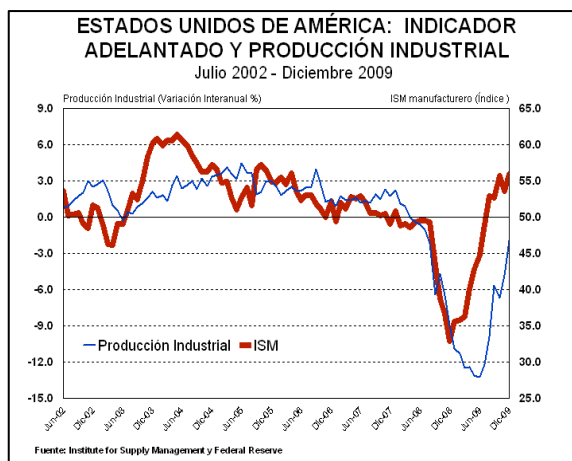
respecto de la fortaleza de la recuperación económica; por lo tanto, se consideró que la clave para el retiro de las mismas estaría determinado por la recuperación del canal crediticio.

2. Economías avanzadas

La actividad económica de los Estados Unidos de América ha empezado a mostrar señales de estabilización. Sin embargo, aunque el desempeño de la economía estadounidense en el segundo y tercer trimestres de 2009 fue positivo, el FMI proyecta una contracción de 2.5% para 2009 (crecimiento de 0.4% en 2008), debido a la caída prevista tanto de la demanda interna como de la externa.

En el transcurso del segundo semestre de 2009, la actividad económica mejoró significativamente. Al respecto, la producción industrial a diciembre había acumulado seis meses consecutivos de alzas, registrando una variación interanual de -2.0%, luego de haber alcanzado su valor mínimo en junio (-13.3%). Por su parte, el indicador de actividad económica que elabora el Institute for Supply Management (ISM), que mide las expectativas de los productores del sector manufacturero y que se considera un índice anticipado de la producción industrial, se posicionó desde agosto en la zona de expansión; es decir, por encima de los 50 puntos. Esta mejora en la producción industrial responde a la dinámica propia del ciclo de inventarios. En efecto, durante el período de mayor profundidad de la crisis económica se observó una caída del consumo real, inferior a la registrada en la producción industrial, dando lugar a una desacumulación de inventarios. Por lo tanto, la mejora de las ventas minoristas incentivaría el proceso de recomposición de inventarios e impulsaría gradualmente la producción industrial.

En ese contexto, el desempleo continuaría al alza. En efecto, la tasa de desempleo se ubicó en 10.0% en diciembre de 2009, una de las más altas en los últimos 26 años. Para 2010 se prevé una tasa de 10.1%. La continuidad en la fragilidad del mercado de trabajo ha tenido efectos negativos tanto en el consumo de las familias como en la normalización del mercado de crédito.





La actividad económica de la Zona del Euro, en el tercer trimestre del año mostró un crecimiento de 1.7%, menor al esperado (2.2%). Sin embargo, las últimas estimaciones realizadas por el FMI proyectan para finales de 2009 una caída de 3.9% (crecimiento de 0.6% en 2008). El FMI señala que si bien la desaceleración de la actividad económica se ha detenido, es probable que durante los próximos trimestres se observe una débil recuperación, debido a la fragilidad del sector financiero y a la debilidad tanto del mercado de vivienda como del mercado laboral. Si bien la reducción del empleo había sido moderada, se proyecta que en 2009 la tasa de desempleo se ubicará cercana al 10.0% (7.6% en 2008).

La economía japonesa, luego de cuatro trimestres consecutivos de caída en la actividad económica, registró un crecimiento a partir del segundo trimestre ubicándose en 2.7% y en el tercer trimestre del año éste alcanzó 1.3%, menor al esperado (2.8%). No obstante, las últimas proyecciones del FMI apuntan a que la actividad económica para finales de 2009 se contraerá en 5.3%, una de las mayores caídas previstas para los países industrializados, la cual se explicaría, fundamentalmente, por el fuerte impacto de la crisis internacional en el canal comercial, dado el grado de apertura de esta economía.

Por su parte, la actividad industrial medida por el Nomura/JMMA *Purchasing Managers Index* (PMI) de Japón, aumento en diciembre a 53.8 luego de dos meses consecutivos de caída, logrando mantenerse en zona de expansión; es decir arriba de los 50 puntos, lo que sugiere que dicha actividad continúa en el sendero de la recuperación, aunque de manera lenta. El comportamiento en el índice de producción manufacturera estuvo asociado al reabastecimiento global de inventarios, que generó un aumento de las exportaciones industriales. Cabe indicar que la sostenibilidad de la recuperación de esta economía dependerá de la fortaleza de la demanda externa.

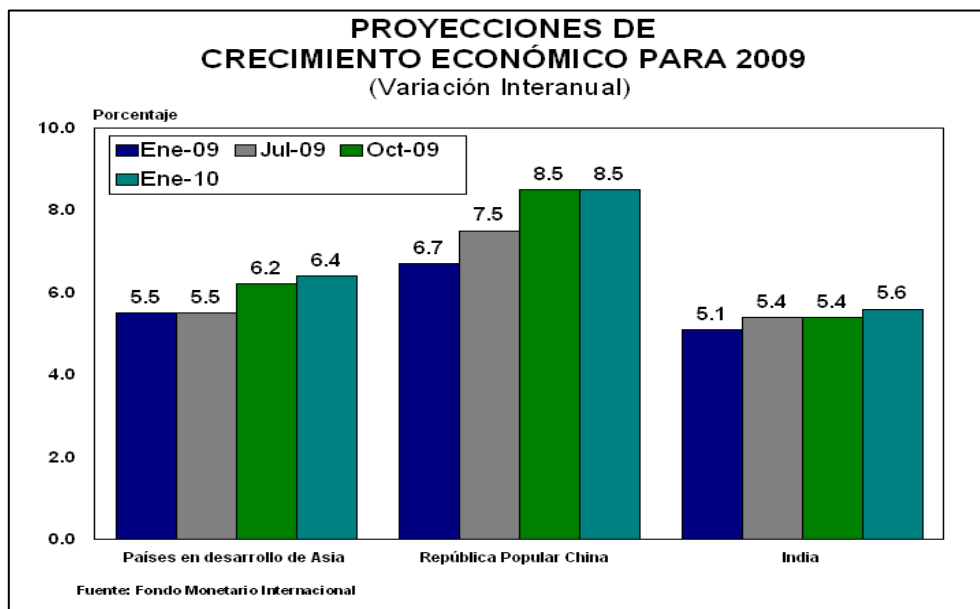
3. Economías con mercados emergentes y en desarrollo

Las economías con mercados emergentes y en desarrollo, particularmente las de Asia, han mostrando un buen desempeño y se estima que continuarían siendo las impulsoras del crecimiento mundial, toda vez que se han visto más favorecidas por el leve repunte de los precios de las materias primas, por el menor deterioro del comercio internacional, por la evolución de los mercados financieros y por las políticas de estímulo implementadas por los gobiernos. Sin embargo, los resultados son variados entre regiones; por ejemplo, las economías de los países en desarrollo de Asia y de América Latina muestran una mayor recuperación, mientras que las de Europa Central y del Este se encuentran rezagadas, reflejando el fuerte impacto de la crisis tanto por el canal comercial como por el canal financiero. En particular, el impacto de la crisis financiera internacional continúa afectando la actividad económica de los países de Europa Central y del Este, los cuales continúan en un escenario recesivo que anticipa una caída de la actividad económica para este año de 4.3% (crecimiento de 3.1% en 2008).

a) Países en desarrollo de Asia

En lo que respecta a los países en desarrollo de Asia, éstos continuarían presentando variaciones positivas de la producción, lo que anticipa un crecimiento de 6.4% en 2009 (7.6% en 2008), impulsado, principalmente, por la República Popular China e India.

Al respecto, el FMI estima que la economía de la República Popular China crecerá a una tasa de 8.5% en 2009, incentivada, principalmente, por la implementación de los planes de impulso fiscal y monetario utilizados para afrontar la crisis. Dicha economía ha jugado un papel central en mitigar el deterioro de la actividad mundial, como principal demandante de materias primas, aunque su mayor impacto se ha generado en Asia, donde participa de manera activa en el comercio intrarregional, contribuyendo a que esta región sea una de las primeras en empezar a emerger de la crisis. Existe consenso en que la economía de la República Popular China no recuperará el dinamismo de los años de la pre-crisis, hasta que no exista una recuperación significativa de la demanda mundial.



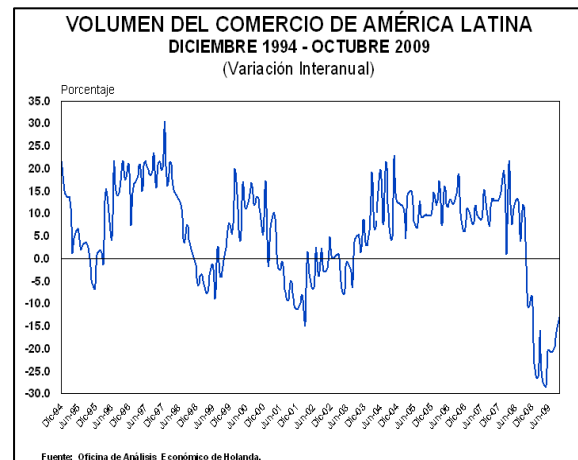
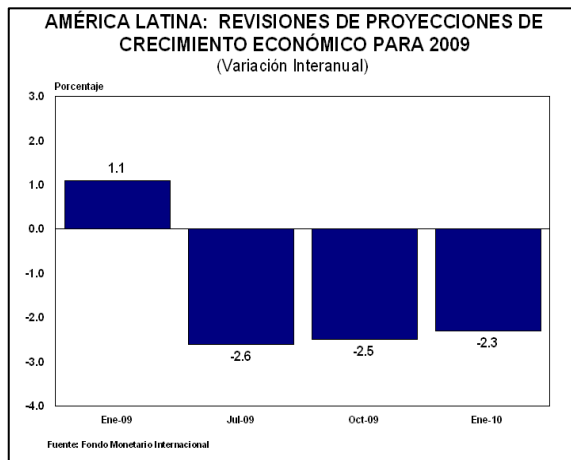
b) América Latina

En cuanto a América Latina y el Caribe, esta región se ha desempeñado relativamente mejor en la crisis reciente respecto de crisis anteriores. Esa mejora puede atribuirse al diseño e implementación de políticas económicas sólidas y creíbles, lo cual redujo las vulnerabilidades bancarias, externas y fiscales, lo que permitió que algunos países de la región implementaran políticas monetarias y fiscales anticíclicas.

Este mejor desempeño se evidencia en el hecho de que las proyecciones de crecimiento económico para América Latina, realizadas por el Fondo Monetario Internacional en enero del presente 2010, fueran revisadas al alza respecto a las publicadas en octubre de 2009. En este sentido, la región

registraría una caída de 2.3% en la actividad económica, mientras que se proyecta una recuperación de 3.7% en 2010.

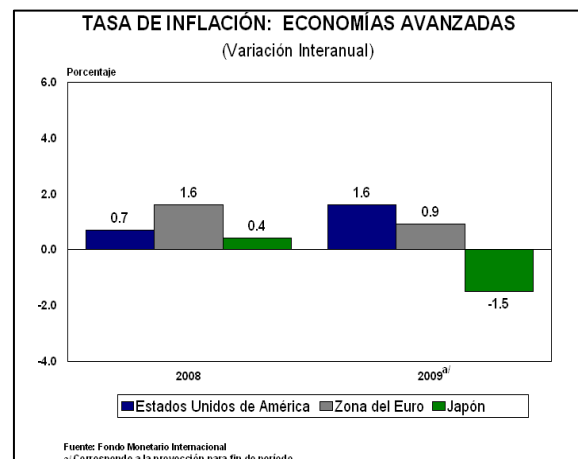
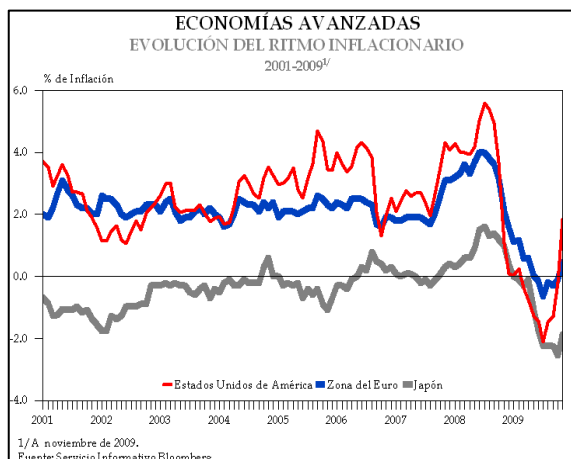
Los volúmenes de comercio internacional de América Latina comenzaron a mostrar un menor deterioro a partir de junio de 2009. El saldo comercial de la región a octubre de 2009 aún permanece positivo, a pesar del fuerte descenso en el comercio mundial, debido a una mayor caída de las importaciones (-13.1%) con relación a las exportaciones (-7.5%). A esto se agrega la gradual recuperación de los precios de las materias primas, aspecto que está incidiendo positivamente en los términos de intercambio de algunas de estas economías que son exportadoras netas de estos productos.



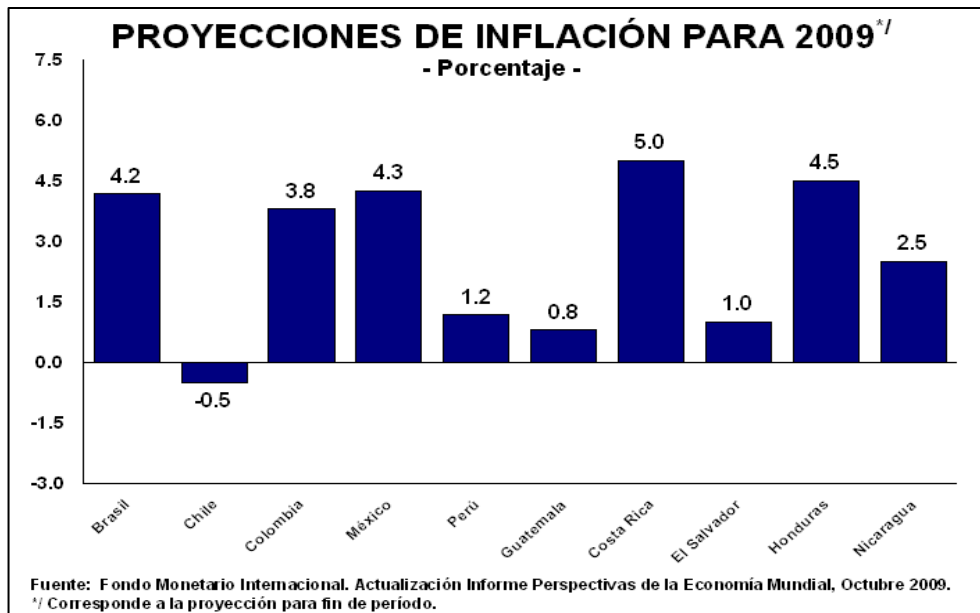
B. INFLACIÓN

Las presiones inflacionarias a nivel mundial disminuyeron considerablemente en 2009, como reflejo de la falta de dinamismo de la actividad económica y de la reducción de los precios internacionales de las materias primas e insumos, respecto de 2008.

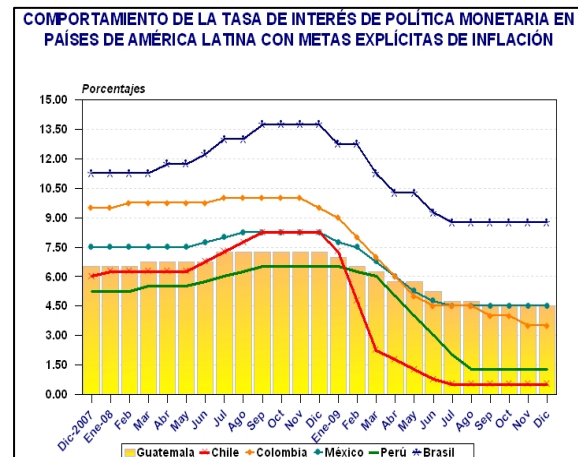
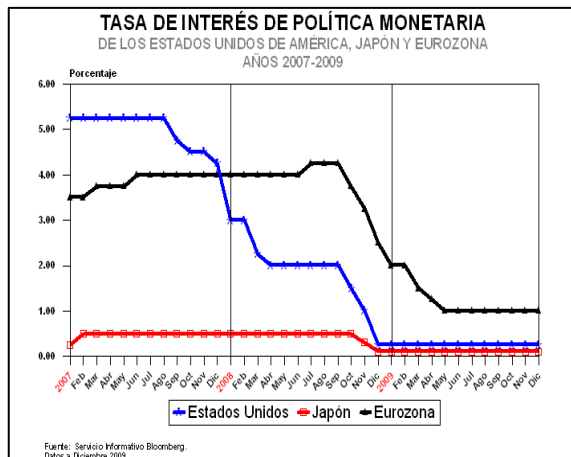
La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles bajos durante 2009 y las expectativas de inflación han permanecido contenidas. Las estimaciones del FMI indican que la inflación en las economías avanzadas se situará en tasas cercanas a cero en 2009, fenómeno que no se observaba en la historia económica reciente, excepto en Japón.



Las presiones inflacionarias en América Latina durante 2009 han sido leves, asociadas, principalmente, a la falta de dinamismo de la actividad económica y al descenso que registraron respecto de 2008, los precios de las materias primas, especialmente, el petróleo y sus derivados, el maíz y el trigo. Al respecto, el FMI proyecta una caída de la inflación al pasar de 7.9% en 2008 a 6.1% en 2009. Para las economías con metas de inflación y de la región centroamericana, dicho organismo, estima que la inflación oscilará entre -0.5% y 5.0%. Vale la pena resaltar que las estimaciones realizadas por el FMI, no consideran los resultados de inflación obtenidos en octubre y en noviembre de 2009.



Dado que en la mayoría de países los riesgos inflacionarios se mantuvieron contenidos en el presente año, las autoridades monetarias de la mayoría de los bancos centrales a nivel mundial aprovecharon los espacios para aplicar políticas anticíclicas, mediante reducciones de las tasas de interés, apoyo a sus sistemas financieros y medidas no convencionales.

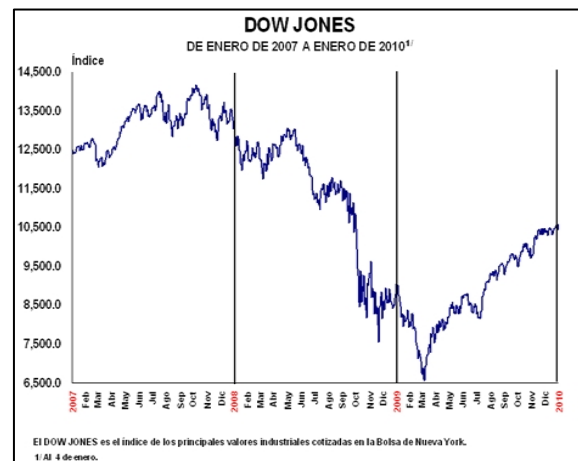
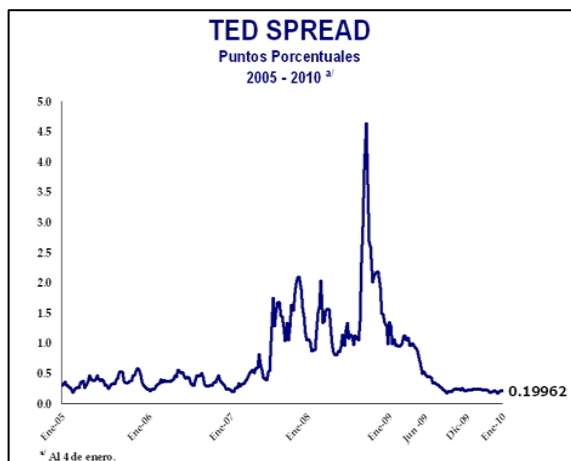


No obstante lo anterior, cabe indicar que existe el riesgo de que un repunte en los precios internacionales de las materias primas e insumos pueda incidir en nuevas presiones inflacionarias a nivel mundial, aunque en menor magnitud que las experimentadas en 2008.

C. MERCADOS FINANCIEROS

En lo que va de 2009, los mercados financieros se han recuperado significativamente de los efectos negativos generados por la crisis global. En efecto, el mercado de dinero se ha estabilizado rápidamente, apoyado en las importantes inyecciones de liquidez de los bancos centrales, como lo muestra el indicador del *TED Spread* (que mide el diferencial entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (LIBOR a 3 meses) y de las letras del Tesoro de los Estados Unidos de América al mismo plazo), el cual ha retornado a los niveles previos a la crisis.

De igual manera, la mejora en las condiciones financieras, el mayor apetito por riesgo y los mejores resultados en los balances del sector corporativo de los mercados desarrollados, así como la recuperación de los precios de los *commodities*, en el caso de los países con mercados emergentes, han contribuido a la recuperación de las bolsas de valores mundiales a partir de marzo de 2009.





VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS AÑOS 2008 - 2009 (Variación Porcentual)

	2008	2009 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	3.0	-0.8
Economías avanzadas	0.5	-3.2
Estados Unidos de América	0.4	-2.5
Zona del euro	0.6	-3.9
Japón	-1.2	-5.3
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.0	2.0
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	7.6	6.4
República Popular China	9.0	8.5
India	7.3	5.6
África	5.3	1.8
Oriente Medio	5.3	2.2
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.2	-2.3
Brasil	5.1	-0.4
México	1.3	-6.8
Europa Central y del Este	3.1	-4.3
Comunidad de Estados Independientes	5.5	-7.5
INFLACIÓN^{2/}		
Economías avanzadas	1.6	0.7
Estados Unidos de América	0.7	1.6
Zona del euro	1.6	0.9
Japón	0.4	-1.5
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	8.2	5.1
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	5.9	3.5
República Popular China	2.8	0.8
India	9.7	8.9
África	11.7	6.7
Oriente Medio	13.7	6.8
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	8.1	5.1
Brasil	5.9	4.2
México	6.5	4.3
Europa Central y del Este	6.7	4.3
Comunidad de Estados Independientes	14.0	10.7

^{py/} Cifras proyectadas

^{1/} Asia en desarrollo la integran los siguientes países: 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, enero 2010.



IV. OBJETIVO FUNDAMENTAL DEL BANCO CENTRAL

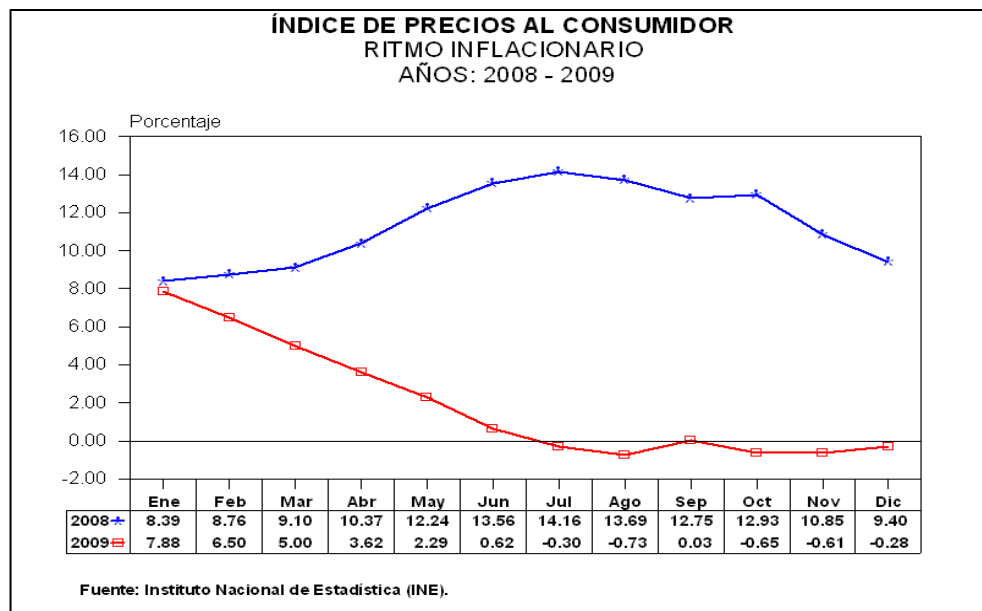
De acuerdo a los preceptos constitucionales, la Junta Monetaria tendrá a su cargo la determinación de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país y velará por la liquidez y solvencia del sistema bancario nacional, asegurando la estabilidad y el fortalecimiento del ahorro nacional. Asimismo, de conformidad con la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, Decreto Número 16-2002, del Congreso de la República, que se constituye en la plataforma jurídica para que la política monetaria pueda ser implementada en forma eficiente y eficaz, el objetivo fundamental del Banco Central es, precisamente, promover la estabilidad en el nivel general de precios.

ARTICULO 3. Objetivo fundamental. 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. COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN 2009

A. COMPORTAMIENTO DEL RITMO INFLACIONARIO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009

Con base en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 31 de diciembre de 2009 el ritmo inflacionario se situó en -0.28% , constituyéndose en la quinta variación interanual negativa registrada durante 2009.



Cabe mencionar que la desaceleración observada en el ritmo inflacionario, continúa siendo influenciada por una combinación de factores externos e internos. En lo referente a los factores externos, la crisis de la economía mundial ha repercutido en una reducción considerable de los precios



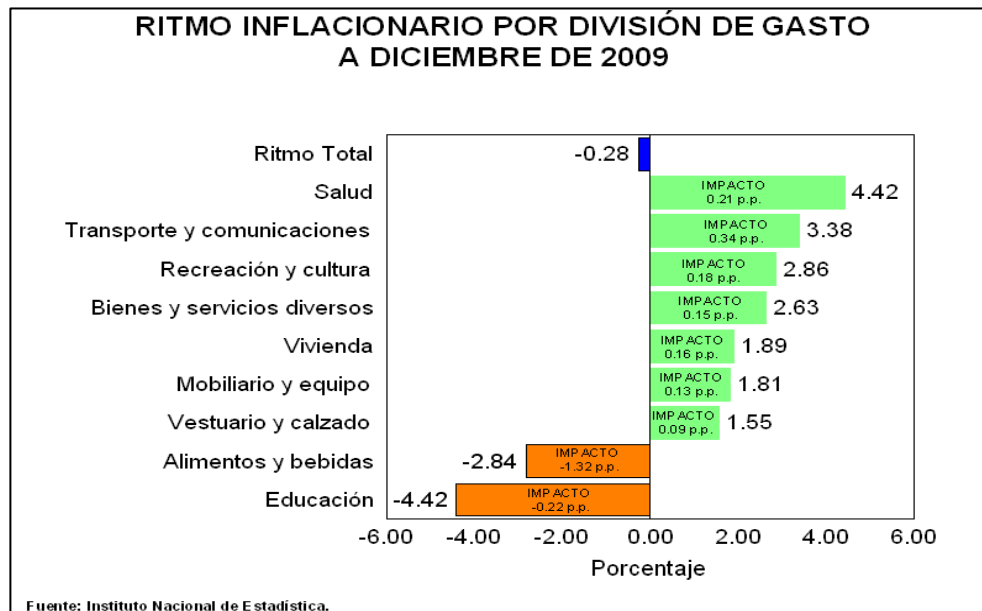
internacionales de algunas materias primas e insumos importantes en el proceso productivo del país (petróleo, maíz y trigo, así como de sus derivados), situándose en niveles inferiores a los registrados en 2008, aspecto que ha incidido en la marcada desaceleración del ritmo inflacionario. En lo que respecta al promedio anual del precio internacional del petróleo, al 31 de diciembre de 2009, éste registró una reducción de 37.98% en comparación con igual período de 2008, al situarse en US\$61.80 por barril. Cabe señalar que aun cuando en términos interanuales presenta disminución, durante 2009 la tendencia en el precio del petróleo ha sido al alza, debido en buena medida a la depreciación del dólar estadounidense respecto de otras monedas importantes.

En cuanto a los precios internacionales del maíz y del trigo, éstos también registraron una desaceleración que en el caso del trigo se atribuye a una recuperación en la producción, mientras que en el caso del maíz se debe a la disminución en la producción de biocombustibles, derivado de los menores precios internacionales del petróleo.

En efecto, al 31 de diciembre de 2009, el precio promedio anual del maíz registró una reducción de 29.12%, mientras que el del trigo registró una disminución de 33.61%, al situarse en US\$6.67 por quintal y US\$8.83 por quintal, respectivamente. Lo anterior se ha visto reflejado en la desaceleración que registró la inflación de la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, la cual a su vez impactó en la inflación total, dada su alta correlación con la misma.

En lo que respecta a los factores internos, se puede señalar que el ritmo inflacionario fue influenciado por los factores siguientes: a) una menor demanda interna, relacionada con las perspectivas de desaceleración de la economía nacional; b) una desaceleración en la tasa de crecimiento del crédito bancario total al sector privado; c) el comportamiento a la baja de las expectativas de inflación; y, d) las medidas administrativas que incidieron en el comportamiento del precio de algunos servicios públicos (por ejemplo, educación).

De las nueve divisiones que componen la estructura de gasto del IPC, dos de ellas registraron variaciones negativas, siendo éstas: Educación, 4.42% y Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, 2.84%. Por su parte, las divisiones de gasto que registraron alzas fueron las siguientes: Salud, 4.42%; Transporte y comunicaciones, 3.38%; *Recreación y cultura*, 2.86%; *Bienes y servicios diversos*, 2.63%; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, 1.89%; *Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa*, 1.81%; y, *Vestuario y calzado*, 1.55%. Es importante indicar que el impacto de las divisiones de gasto que registraron una baja, fue mayor que el de las restantes divisiones de gasto, como se aprecia en la gráfica siguiente.



En lo que respecta a la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (ponderación 38.75%), como se indicó, registró una variación interanual negativa de 2.84%. En dicha división de gasto existen factores internos y externos que explican el comportamiento a la baja, resaltando la reducción en el precio de las Hortalizas, legumbres y tubérculos, debido a excedentes de producción. Por su parte, la baja observada en los Aceites y grasas, se deriva de la disminución en el precio internacional de las materias primas. En lo que respecta a Pan y cereales, éstos fueron influidos por la disminución en el precio internacional del trigo y del maíz. En el grupo de Leche, productos lácteos y huevos, la reducción obedeció a la baja en el precio de sus insumos.

En el caso de la división de gasto Educación (ponderación 5.60%), ésta registró una variación interanual negativa de 4.42%. Lo anterior se explica, principalmente, por las reducciones observadas en las cuotas de inscripción y en las cuotas mensuales de educación. Cabe señalar que ambas reducciones se deben a la entrada en vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-2008 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita.

Por su parte, es importante indicar que las divisiones de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y, Transporte y Comunicaciones presentaron variaciones interanuales positivas, asociadas al incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

La división de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (ponderación 10.00%) registró a diciembre de 2009 una variación interanual de 1.89%, asociada al incremento en el precio medio de los *Alquileres reales de vivienda*, del *Gas propano*, de los *Otros materiales combustibles* y del *Servicio de electricidad* (tarifas social y no social), derivado del comportamiento del precio internacional del petróleo y de sus derivados.



La división de gasto Transporte y Comunicaciones (ponderación 10.92%), registró a diciembre de 2009 un incremento interanual de 3.38%. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de la Gasolina; de los Repuestos y accesorios para automóviles; y, de los Automóviles.

A continuación se presenta un cuadro que agrupa el ritmo inflacionario para cada una de las divisiones de gasto que componen el IPC.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
A diciembre de 2009

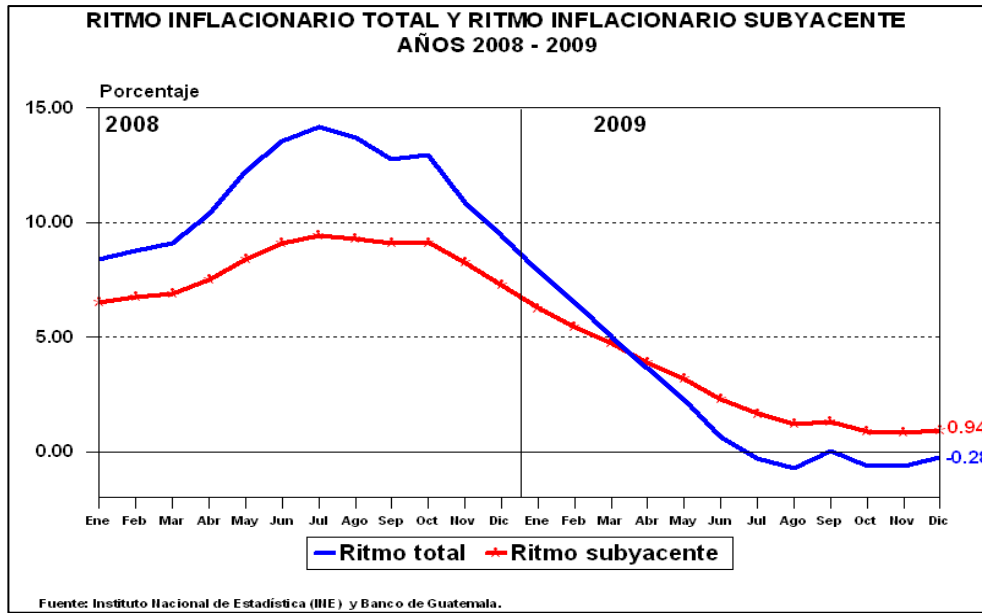
DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	DICIEMBRE 2008	DICIEMBRE 2009	RITMO INFLACIONARIO /1
ÍNDICE GENERAL	100.00	182.95	182.44	-0.28
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	219.71	213.48	-2.84
2. Vestuario y calzado	7.94	136.38	138.49	1.55
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	157.22	160.19	1.89
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	164.78	167.76	1.81
5. Salud	5.48	157.72	164.69	4.42
6. Transporte y comunicaciones	10.92	170.96	176.74	3.38
7. Recreación y cultura	6.83	166.51	171.27	2.86
8. Educación	5.60	163.59	156.36	-4.42
9. Bienes y servicios diversos	6.53	158.03	162.18	2.63

/1 Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

B. INFLACIÓN SUBYACENTE

En términos generales, la inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye los precios de algunos bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, con el propósito de medir en forma aproximada el comportamiento de la inflación que podría derivarse de factores monetarios. La inflación subyacente es medida como variaciones tanto positivas como negativas que superen dos desviaciones estándar, de manera que dicho índice representa el nivel de inflación que se atribuye a factores monetarios. En ese sentido, en diciembre de 2009 se excluyeron los precios de ocho bienes y servicios, que representan el 2.17% del IPC.

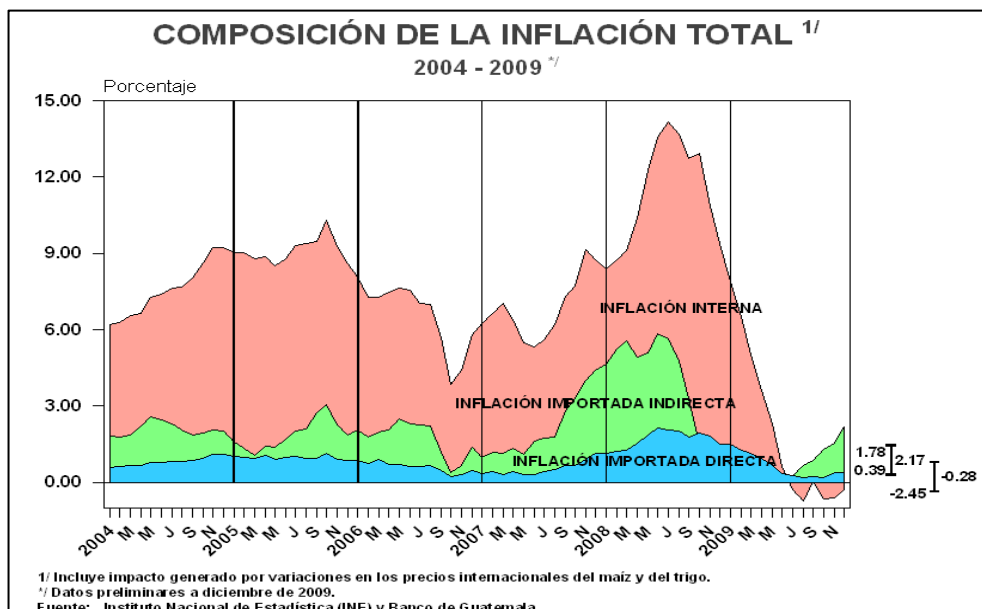
Cabe indicar que la inflación subyacente registró, a diciembre de 2009, una variación interanual de 0.94%, superior en 1.22 puntos porcentuales al ritmo inflacionario total (-0.28%).



C. INFLACIÓN IMPORTADA

Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario total ha estado influenciado por la inflación importada, la cual responde, principalmente, a las variaciones en el precio internacional del petróleo y de sus derivados, así como a los cambios registrados en el precio internacional de algunos granos, especialmente del maíz y del trigo.

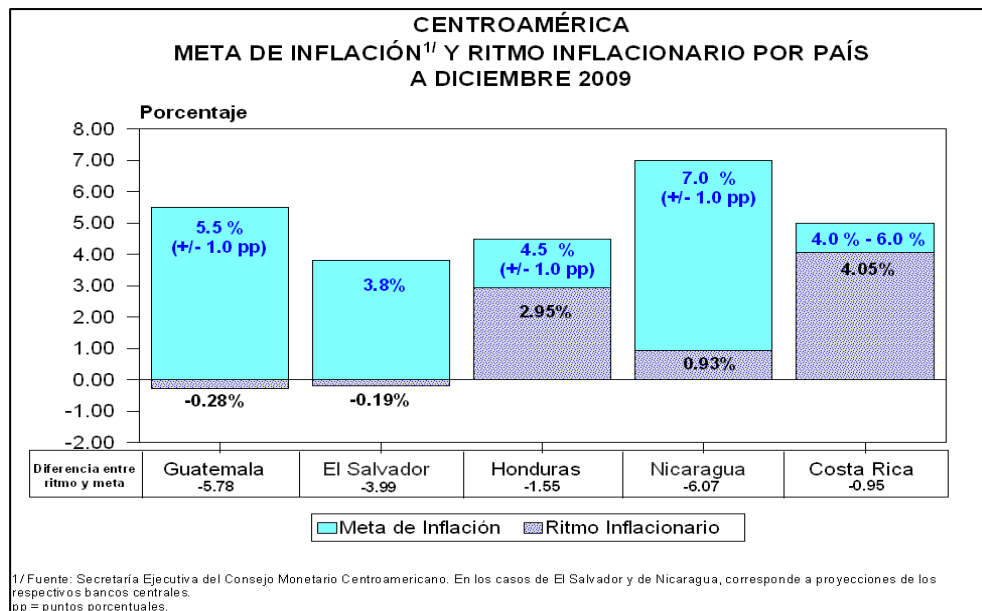
A diciembre de 2009, la inflación importada se ubicó en 2.17 puntos porcentuales, de los cuales 0.39 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 1.78 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta. Dicho resultado contrarrestó parcialmente el componente doméstico de la inflación total (-2.45 puntos porcentuales), como se ilustra en la gráfica siguiente.



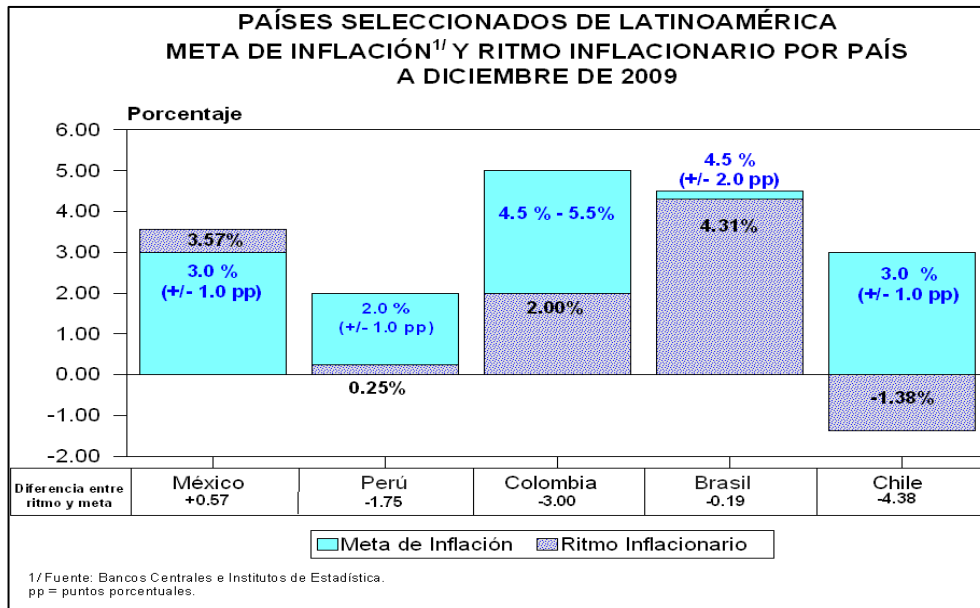
La incidencia de la inflación importada se explica, fundamentalmente, por el incremento observado en el precio internacional del petróleo y sus derivados, el cual comenzó a aumentar, aunque de forma moderada, desde el segundo trimestre de 2009, provocando un aumento en la inflación importada indirecta o efecto de segunda vuelta.

D. INFLACIÓN EN OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN

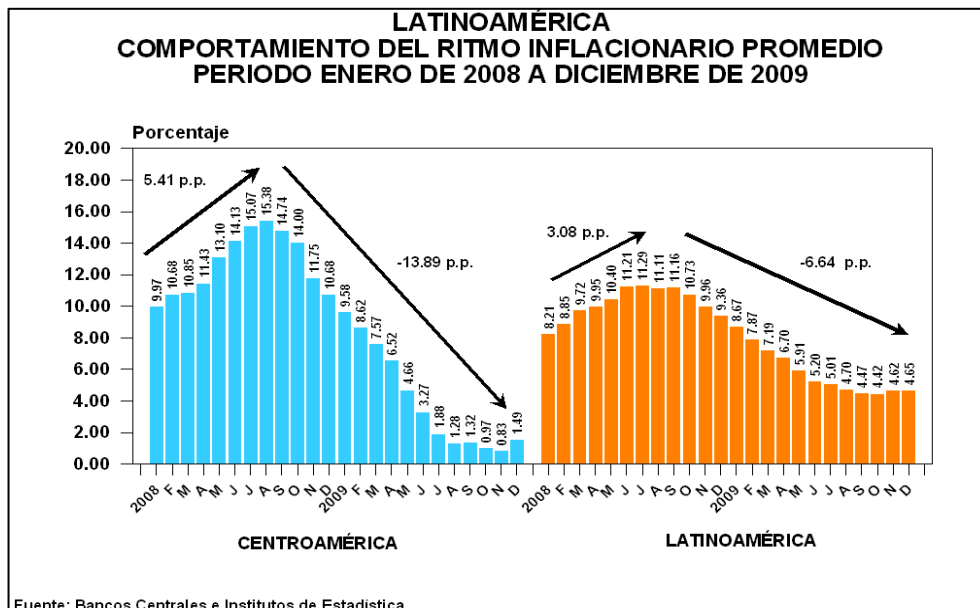
En todos los países de la región centroamericana, el ritmo inflacionario observado a diciembre fue inferior a las metas de inflación determinadas para 2009.



En cuanto a otros países latinoamericanos con esquemas de metas explícitas de inflación, destaca el caso de México, que registró a diciembre de 2009 un ritmo inflacionario de 3.57%, superior en 0.57 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para dicho año. Por su parte, los restantes países registraron ritmos inflacionarios inferiores a las metas establecidas para 2009, Perú 0.25%, Colombia 2.00%, Brasil 4.31% y Chile -1.38%.



Es importante mencionar que a nivel de Centroamérica y de otros países de Latinoamérica, como se muestra en la gráfica siguiente, luego de que los precios internacionales de las materias primas e insumos (principalmente del petróleo) alcanzaron niveles récord en julio de 2008, se observó una importante desaceleración en la inflación.





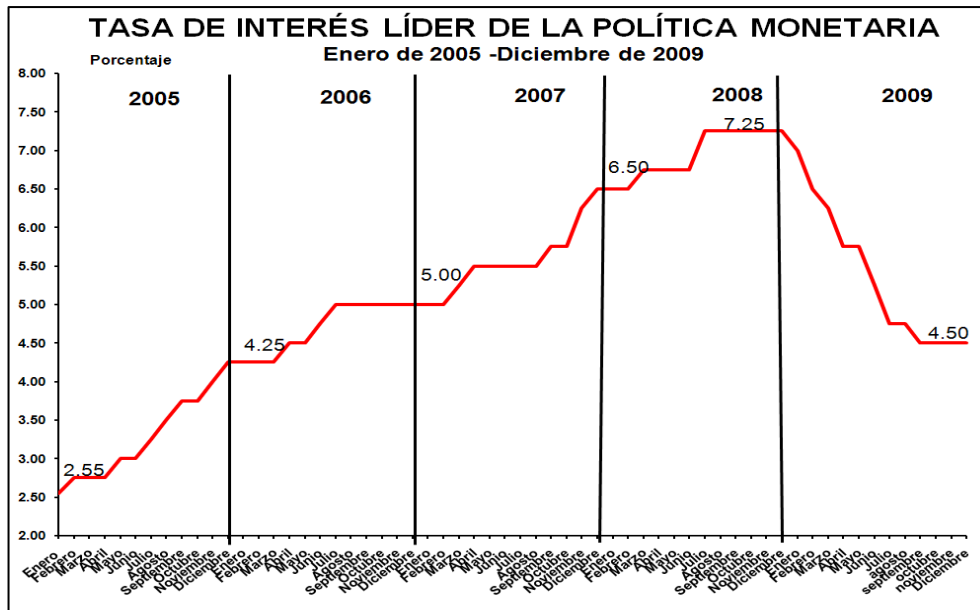
VI. RESPUESTA DE POLÍTICA

A. REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER

Los efectos adversos de la crisis financiera sobre la actividad económica mundial durante el último trimestre de 2008 y en lo que va de 2009, tanto en los principales países industrializados como en desarrollo, fueron más profundos y significativos de lo que se esperaba, hecho que propició una mayor incertidumbre acerca de la duración y profundidad de la referida crisis, situación que indujo a un mayor deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009.

Las condiciones prevalecientes en cuanto al crecimiento económico mundial, así como al deterioro de las expectativas, influyeron en la reducción de los precios internacionales de las materias primas y alimentos (petróleo, maíz y trigo, especialmente) respecto de los precios récord alcanzados a mediados de 2008; no obstante, el precio internacional del petróleo ha registrado en 2009 una tendencia creciente y el aumento en las cotizaciones a futuro, hacen prever que los riesgos de inflación por esa vía, aunque han disminuido notablemente, aún no se han desvanecido.

En ese contexto, las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria se han sustentado en un análisis integral del balance de riesgos de inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con fundamento en dicho análisis, las decisiones adoptadas entre enero y diciembre de 2009, consideraron los aspectos siguientes: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la disminución en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, que incidió en la determinación de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera que ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Con esa base, la Junta Monetaria disminuyó la tasa de interés líder, en enero a 7.00%, en febrero a 6.50%, en marzo a 6.25%, en abril a 5.75%, en junio a 5.25%, en julio a 4.75%, en septiembre a 4.50%, mientras que la mantuvo invariable en octubre y en noviembre, lo que representó una disminución acumulada de 275 puntos básicos.

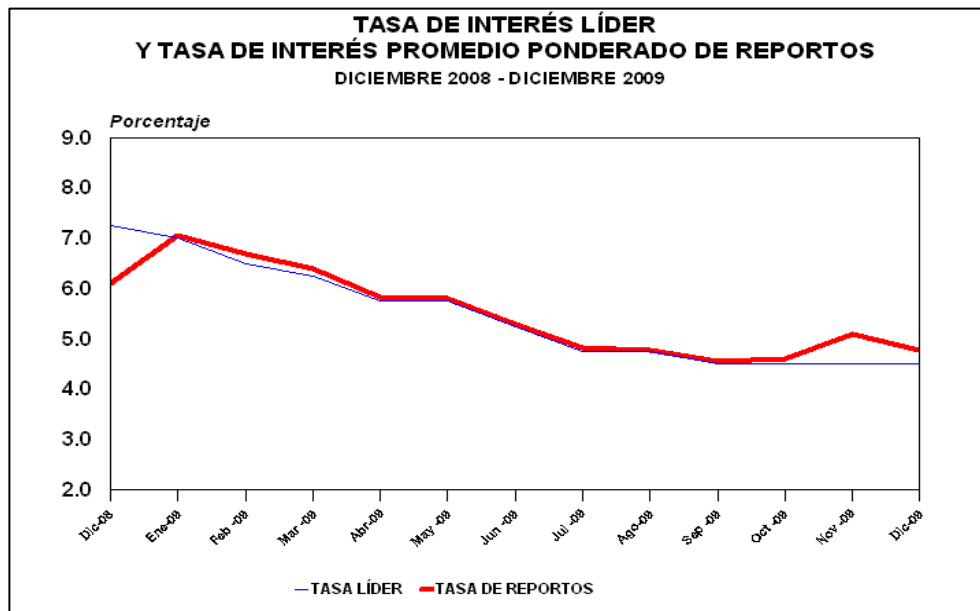


Dichas reducciones, si bien coadyuvaron a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los hogares y a las empresas, debe tenerse presente que los cambios en la referida tasa se transmiten con ciertos rezagos a las tasas de interés bancarias y a diciembre de 2009 dicha disminución era de 29 puntos básicos¹¹, como resultado de que, la tasa de interés activa, promedio ponderado, en moneda nacional en los bancos grandes pasó de 12.42% en diciembre de 2008 a 12.13% al 31 de diciembre de 2009, en los bancos medianos pasó de 14.04% a 14.29% y en los bancos pequeños pasó de 19.75% a 18.74%.

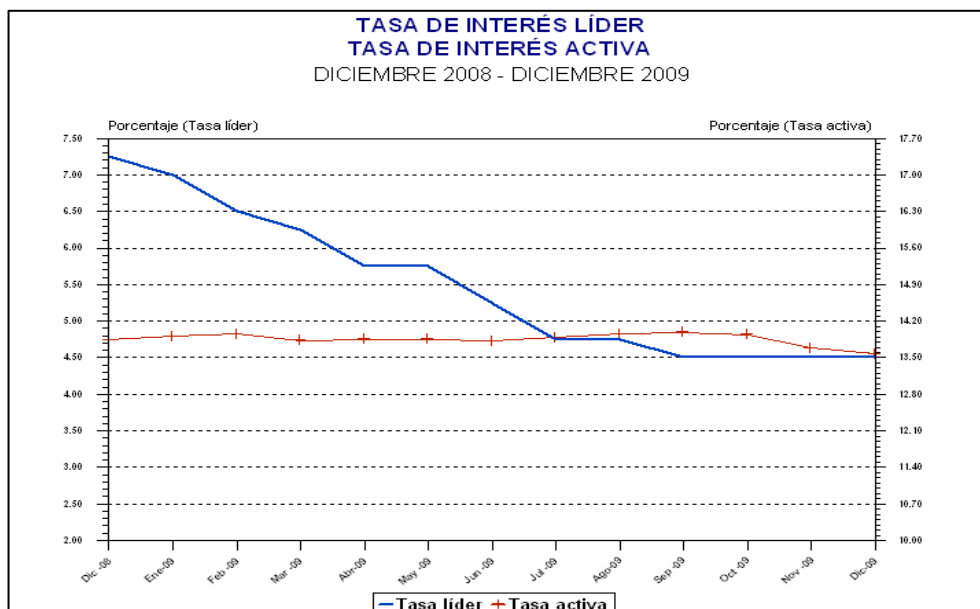
Cabe destacar que la tasa de interés líder es sólo uno de varios factores que inciden en la determinación de la tasa de interés activa, especialmente en una coyuntura de deterioro de la actividad económica, en la que se incrementa la aversión al riesgo por parte de los intermediarios financieros, lo cual incide en las tasas de interés que establecen a los diferentes sectores, dependiendo de su evaluación de riesgo crediticio. Otro factor importante es la liquidez bancaria disponible, la cual al aumentar en forma significativa desde noviembre de 2008, incidió en un excedente de la base monetaria amplia que, al finalizar diciembre se situó en Q5,113.0 millones, dicho factor también debería influir en la reducción gradual de la tasa de interés.

En cuanto al mecanismo de transmisión de la política monetaria, como se muestra en la siguiente gráfica, las variaciones en la tasa de interés líder se transmiten de manera inmediata a las tasas de interés de corto plazo en el mercado.

¹¹ Datos ajustados.



En cambio, es usual que los cambios en las tasa de interés de política monetaria se transmitan con rezago a las tasas de interés de largo plazo. En el caso de Guatemala, en la trasmisión no sólo se observa dicho rezago, sino que, como se ilustra en la gráfica siguiente, las tasas de interés de largo plazo (en particular la tasa de interés activa en el sistema bancario) no responden significativamente a cambios en la tasa de interés líder, razón por la cual se vienen mejorando los mecanismos de transmisión de la política monetaria, especialmente mediante el fortalecimiento del mercado secundario de valores. En efecto, en el transcurso de 2009, como se indicó, mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria se redujo 275 puntos básicos, la tasa de interés activa pasó de 13.40% en diciembre de 2008 a 13.11% el 31 de diciembre de 2009.





B. DOTACIÓN DE LIQUIDEZ AL MERCADO

Ante la intensificación de los problemas externos a partir del cuarto trimestre de 2008, que incidieron en la restricción de las condiciones crediticias, especialmente en las líneas de crédito del exterior, aspecto que obligó a las entidades bancarias a mantener mayor disponibilidad de recursos líquidos, limitando la disponibilidad para atender sus operaciones crediticias, la Junta Monetaria, en adición a la ventanilla permanente de inyección de liquidez establecida desde 2005, dispuso en forma preventiva y temporal, poner a disposición de las entidades bancarias mecanismos que les permitieran obtener liquidez adicional tanto en moneda nacional como en moneda extranjera a efecto de enfrentar los efectos del deterioro del entorno externo, los cuales se describen a continuación.

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda nacional:

1. Redención anticipada de depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala, vigente hasta el 31 de diciembre de 2008.
2. Operaciones de compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, vigente hasta el 31 de diciembre de 2008.
3. Flexibilización moderada y temporal del Cómputo del Encaje Bancario, que permitió la inclusión en el cómputo del encaje bancario de Certificados de Depósito expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Cédulas Hipotecarias FHA. Esta medida estuvo vigente hasta el 30 de abril de 2009.

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda extranjera:

1. Inyección de liquidez en moneda extranjera mediante operaciones de reporto, utilizando como garantía Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala o Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, vigente hasta el 31 de mayo de 2009.
2. Flexibilización moderada y temporal del Cómputo del Encaje Bancario, que permitió la inclusión en el cómputo del encaje bancario de Certificados de Depósito expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Cédulas Hipotecarias FHA. Esta medida estuvo vigente hasta el 30 de abril de 2009.

En ese sentido, los resultados de estas medidas permitieron que el sistema continuara con suficientes recursos para atender la demanda de crédito sin afectar al alza la tasa de interés respectiva. La mayoría de tales mecanismos se mantuvieron vigentes hasta el primer trimestre de 2009 cuando se estabilizaron las condiciones de las líneas de crédito.



C. FORTALECIMIENTO DE LA POSICIÓN EXTERNA DEL PAÍS

Durante 2009, los efectos de la coyuntura internacional prevaleciente se han traducido en un menor dinamismo de la actividad económica y en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, así como en caídas en los ingresos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo, por flujos de capital privado y una caída de la recaudación tributaria. A pesar de que el entorno macroeconómico externo, como se indicó, muestra señales incipientes de recuperación, es previsible que la región y el país continúen absorbiendo los choques externos, dado que todavía existen, aunque en menor magnitud, márgenes de incertidumbre.

Dentro de ese contexto, la política macroeconómica disciplinada del país, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario y la implementación por parte del Gobierno Central del Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), facilitaron la aprobación por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) de un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio que permite al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes en Derechos Especiales de Giro (DEG), por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones, equivalente a 300% de la cuota del país en el referido organismo, con una duración de 18 meses, para apoyo de Balanza de Pagos.

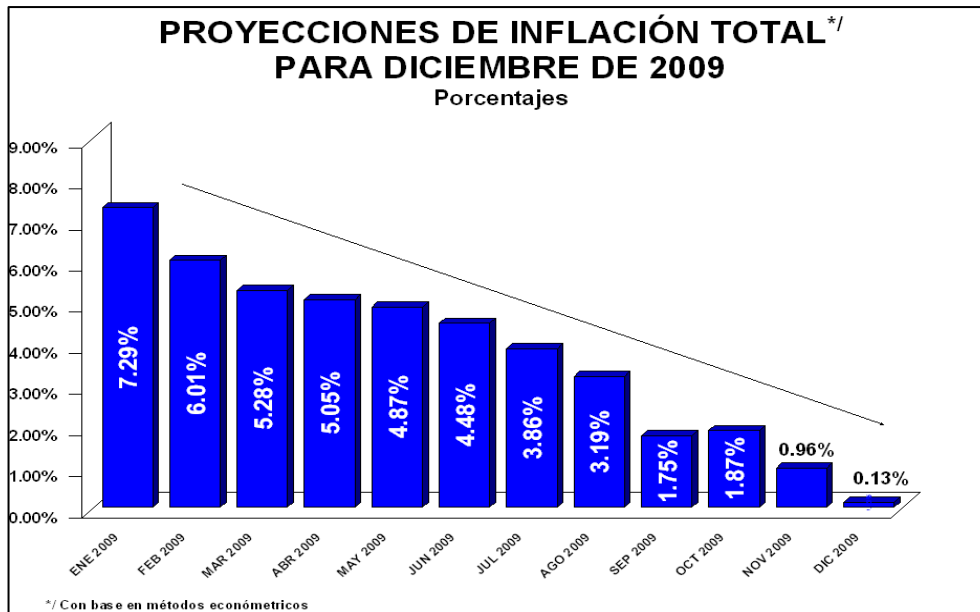
El referido acuerdo apoya los esfuerzos contenidos en el programa económico del país para el período 2009–2010, cuyo objetivo es mitigar el impacto de la crisis mundial y se sustenta en cuatro pilares: 1) estímulo fiscal moderado para apoyar la demanda interna; 2) una política monetaria centrada en cumplir la meta de inflación y un tipo de cambio flexible que facilite el ajuste económico; 3) fortalecimiento de las políticas del sector financiero para incrementar la solidez del sector bancario y reforzar su red de protección y los procedimientos de resolución bancaria; y 4) reorientación del gasto público hacia las necesidades sociales y la inversión pública.

Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron, tanto a junio como a septiembre y de acuerdo al comunicado más reciente de dicho organismo, la evolución macroeconómica del país, en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a mitigar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica. Todo ello ha servido de insumo para que las calificadoras de riesgo, en un entorno externo adverso, sostengan las calificaciones para Guatemala.

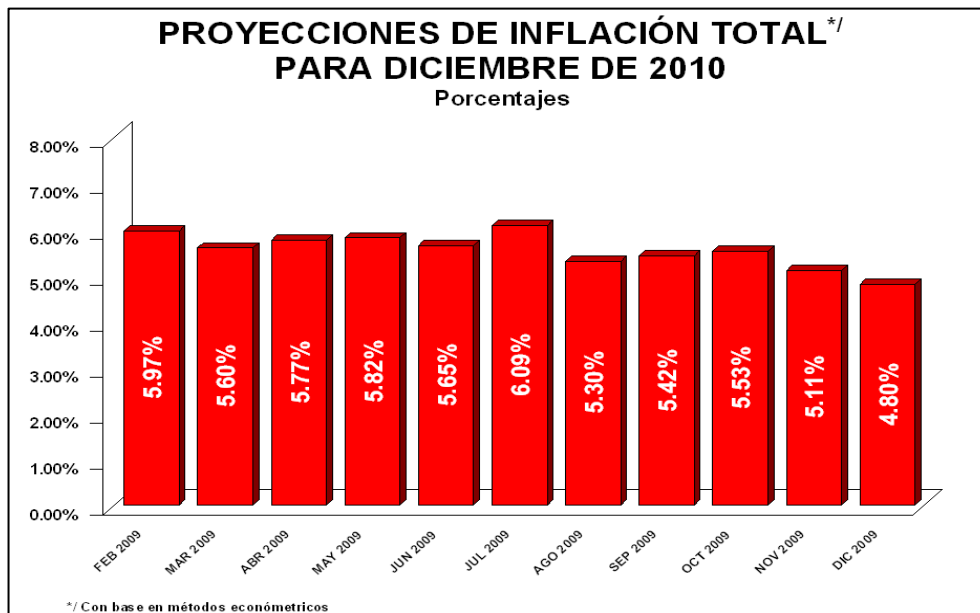
VII. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. PROYECCIÓN ECONÓMETRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y DE 2010

En el transcurso de 2009, las proyecciones de inflación para diciembre de ese año mostraron una tendencia decreciente, en la medida en que se fue observando el comportamiento de las principales variables macroeconómicas, externas e internas, en particular la inflación total observada.

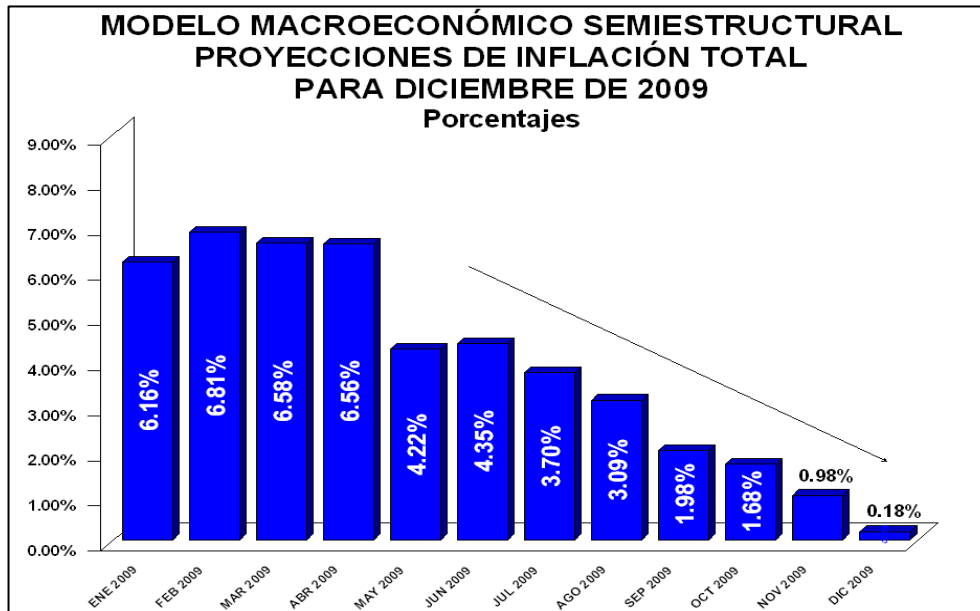


En el caso de las proyecciones realizadas para diciembre de 2010, aunque se observa una tendencia decreciente, ésta fue menos pronunciada que la de los pronósticos para 2009.

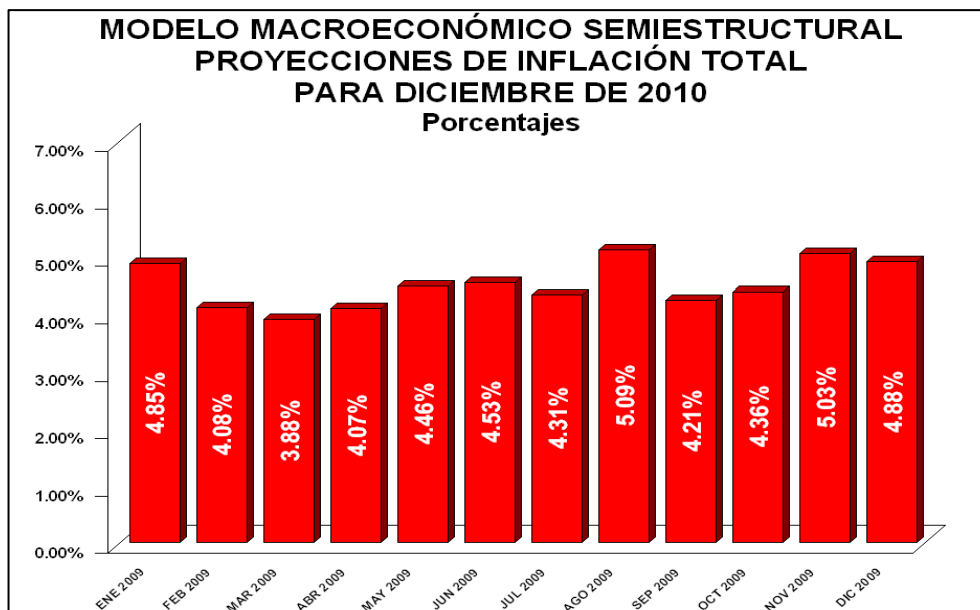


B. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

Los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en sus diferentes corrimientos realizados en 2009 permiten observar que los pronósticos de inflación para diciembre de 2009 muestran a partir de julio una marcada tendencia decreciente, reflejando la evolución observada de las principales variables macroeconómicas, externas e internas que alimentan los corrimientos del referido modelo.



Por su parte, los pronósticos realizados para diciembre de 2010 no evidencian una tendencia clara y sus valores estuvieron comprendidos en un rango de entre 3.88% y 5.09%.

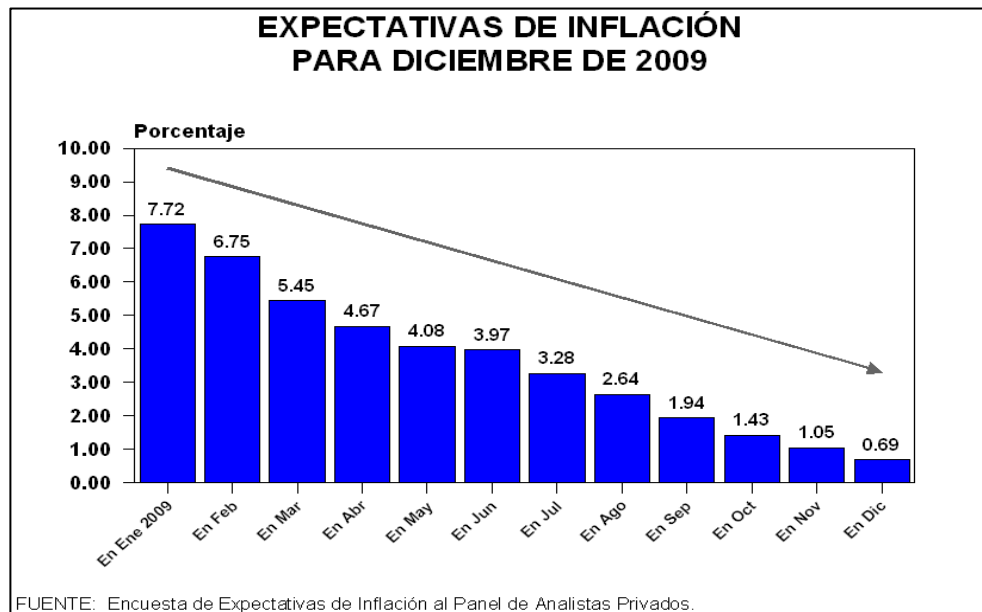


C. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

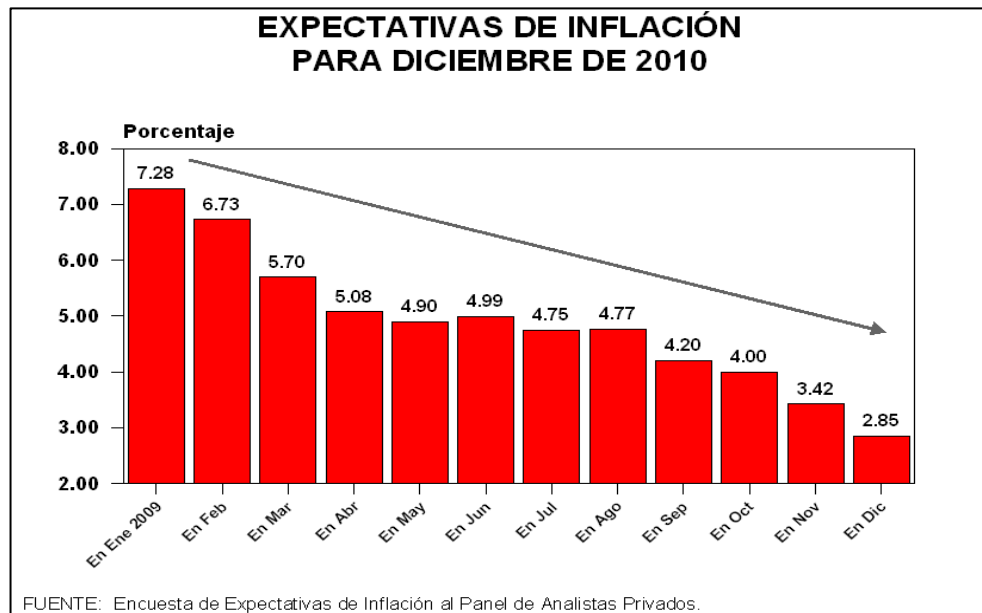
1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados

Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas 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, lo que eventualmente puede ocurrir, incluso, de manera independiente a los fundamentos de la economía.

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en diciembre de 2009, los encuestados preveían que para finales de dicho año el ritmo inflacionario se situaría en 0.69%, porcentaje inferior en 7.03 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 (7.72%) y por debajo de la meta de inflación determinada para dicho año (5.5% +/- 1 punto porcentual).



Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2010, la encuesta efectuada en diciembre de 2009 registró un ritmo inflacionario de 2.85%, porcentaje inferior en 4.43 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 (7.28%) y por debajo de la meta de inflación para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual).



2. Expectativas implícitas de inflación

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo¹² y las tasas de interés de corto plazo¹³. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, en los países en desarrollo son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país¹⁴, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

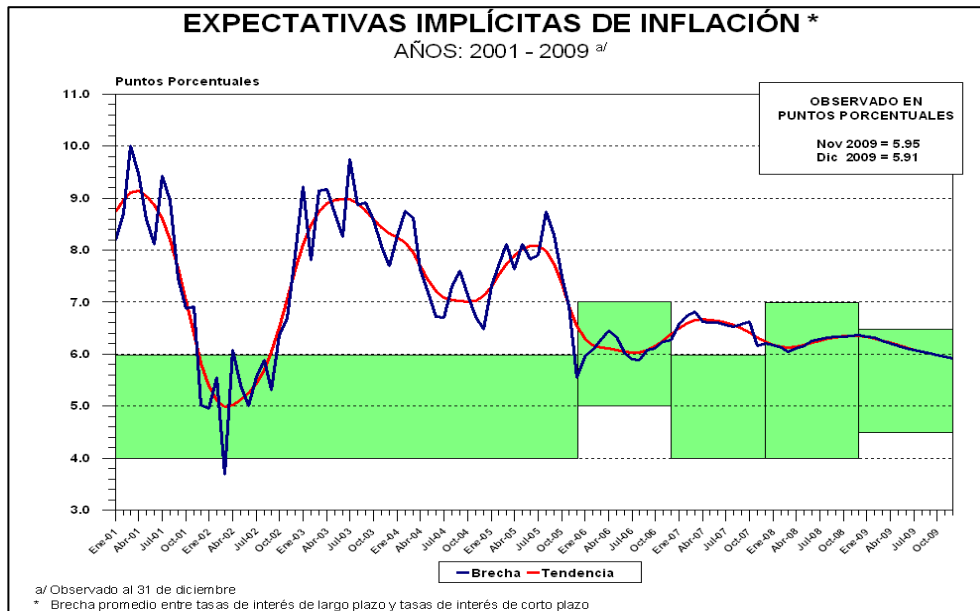
De acuerdo con las cifras observadas a diciembre de 2009, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 5.91 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1 punto porcentual.

La tendencia a la baja observada en el referido indicador a partir de marzo de 2007, que denotaba una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, empezó a revertirse entre abril y diciembre de 2008; sin embargo, a partir de enero hasta finales del presente año vuelve a mostrar un comportamiento a la baja, como se ilustra en la gráfica siguiente.

¹² Tasa de interés activa total y tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

¹³ Tasa de interés de operaciones de reporto entre 1 y 7 días y tasa de interés promedio ponderado de DP hasta 182 días.

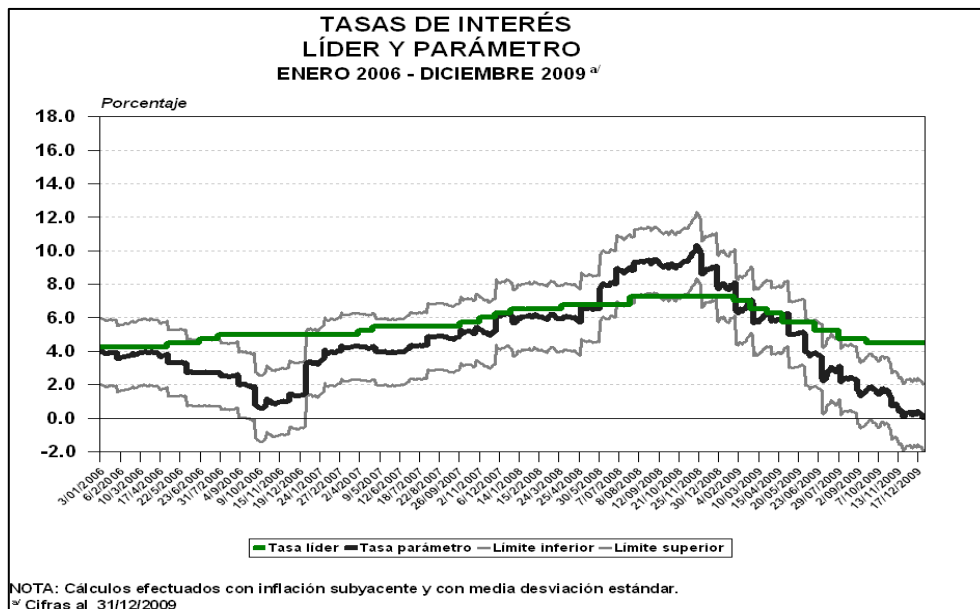
¹⁴ Diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.



D. TASA DE INTERÉS PARÁMETRO

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor” que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada, así como de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés de mercado que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 establece que se debe comparar el nivel de la tasa de interés líder con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

Al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés parámetro se situó en 0.08% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 2.05% y -1.90%, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés líder de la política monetaria fue de 4.50%, ubicándose por encima del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, sugiriendo una política monetaria relajada.



E. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Dada la importancia que tiene el seguimiento de las variables indicativas dentro del esquema de metas explícitas de inflación, en virtud de que permiten evaluar en qué medida se está logrando la meta de inflación y, consecuentemente, permiten orientar las acciones de política monetaria, para 2009, la Junta Monetaria dispuso continuar con el seguimiento de las variables indicativas que tengan un enfoque prospectivo mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación¹⁵, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de un mes y otro, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

Con relación a la interpretación de política monetaria que brinda el índice sintético, se observa que al 31 de diciembre de 2008, el mayor porcentaje de las variables indicativas sugería una orientación de política monetaria restrictiva (72.80%). Sin embargo, al 31 de diciembre de 2009, el 65.04% de dichas variables indica una orientación de política monetaria relajada. Cabe indicar que dentro de las variables

¹⁵ En esta metodología se calcularon cinco indicadores, uno para cada categoría de orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010.



que en el índice sintético sugieren relajar las condiciones monetarias se encuentran el ritmo inflacionario subyacente proyectado, el ritmo inflacionario total proyectado, las expectativas de inflación del panel de analistas privados y la tasa de interés parámetro.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con datos al 31 de diciembre de 2008 y al 31 de diciembre de 2009.

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2008 (%)	AI 31/12/2009 (%)
Relajada	17.86	16.90
Moderadamente relajada	0.00	48.14
Invariable	9.34	0.00
Moderadamente restrictiva	32.69	34.96
Restrictiva	40.11	0.00
TOTAL	100.00	100.00

F. COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria mediante resolución JM-161-2008 dispuso, entre otros aspectos, establecer como variables de seguimiento las siguientes: emisión monetaria; base monetaria amplia (compuesta por el numerario en circulación, las reservas bancarias y las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo); medios de pago; y, crédito bancario al sector privado.

Estas variables, aunque no son las variables relevantes para la toma de decisiones de política monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación, permiten dar seguimiento a los niveles de liquidez en la economía, los cuales pueden repercutir en precios macroeconómicos como la tasa de interés y el tipo de cambio y, en el mediano plazo, tener incidencia en la inflación.

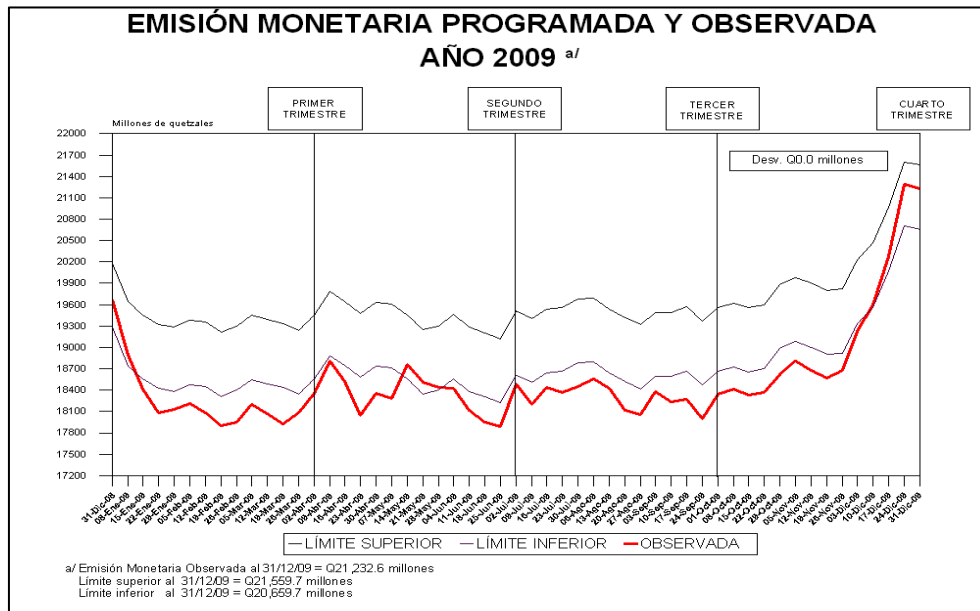
A continuación se presenta el comportamiento de las variables de seguimiento al 31 de diciembre de 2009.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario revisado, se estimaba que la demanda de emisión monetaria creciera 7.0% a finales de 2009, respecto del nivel programado para el 31 de diciembre de 2008,

compatible con la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual) y con la tasa de crecimiento estimada de la actividad económica de entre 0.4% y 1.2%.

Durante 2009, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado para dicha variable, con excepción de la primera semana de enero, de las últimas tres semanas de mayo y de las últimas cuatro semanas de diciembre, cuando se ubicó dentro de dicho corredor. Al 31 de diciembre de 2009, la emisión monetaria alcanzó un nivel de Q21,232.6 millones, ubicándose dentro del corredor programado.



El comportamiento de la emisión monetaria por debajo de sus valores programados durante finales de mayo hasta principios de diciembre continuó respondiendo, fundamentalmente, a factores de demanda. En efecto, dada la desaceleración de la actividad económica, los agentes económicos han tendido a demandar menos efectivo por motivo transacción, lo que se combinaría con la mayor confianza en el sistema bancario, aspecto que se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez¹⁶ disminuyó de 0.1915 el 31 de diciembre de 2008 a 0.1883 al 31 de diciembre de 2009. Las captaciones bancarias en moneda nacional, por su parte, aumentaron 7.2% al 31 de diciembre en términos interanuales (8.4% al 31 de diciembre de 2008). En lo que concierne a los factores de oferta, en el período del 31 de diciembre de 2008 al 31 de diciembre de 2009, dentro de los principales factores monetizantes se encuentra el nivel de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala (neto de operaciones de deuda pública externa), el cual se redujo en Q5,341.8 millones y la disminución registrada en las operaciones de estabilización monetaria por Q712.2 millones. En lo atinente a los

¹⁶ Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias.



principales factores desmonetizantes, en el referido período destaca el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario total por Q3,009.4 millones.

2. Base monetaria amplia

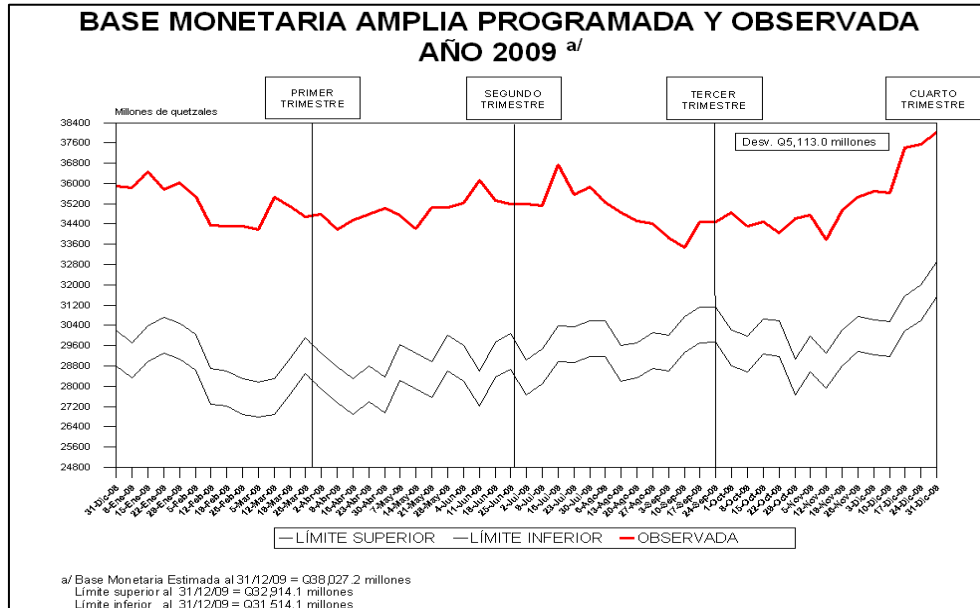
Conceptualmente la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación más el encaje bancario). Su importancia radica en que representa el concepto de dinero de alto poder, en virtud de que expande la creación secundaria de dinero (mediante el multiplicador monetario) y, a su vez, la oferta monetaria. Se denomina de alto poder, porque esos recursos potencialmente pueden sustentar la expansión del crédito bancario al sector privado y, por ende, aumentar el nivel de los medios de pago, que constituyen el concepto de oferta monetaria en sentido amplio.

La base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario con vencimiento de hasta 91 días.

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, el seguimiento de la base monetaria amplia se realiza mediante un corredor que es consistente con dicho rango y que incorpora posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

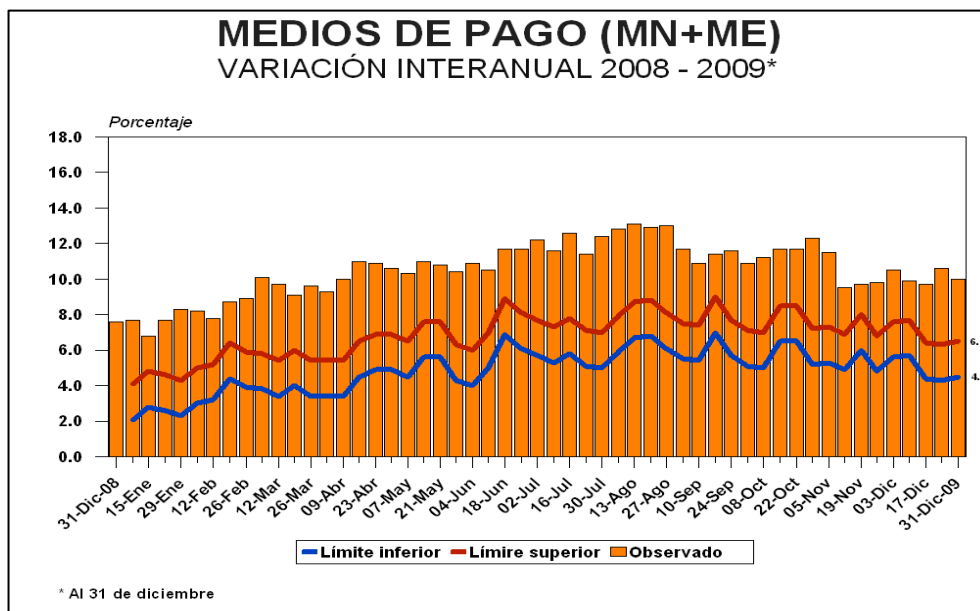
Para finales de 2009, se estimaba que la base monetaria amplia creciera 9.1% respecto al nivel programado para el 31 de diciembre de 2008, lo que representaría un aumento de Q2,696.8 millones.

Al 31 de diciembre de 2009, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor programado, registrando un desvío de Q5,113.0 millones y un crecimiento interanual de 5.9%, debido principalmente, a excedentes de liquidez en moneda nacional, que tuvieron su origen en dos variables, la primera se refiere al retiro de depósitos en el Banco de Guatemala por parte del Gobierno Central de alrededor de Q2,800.0 millones entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009. La segunda variable se refiere al monto acumulado de inversiones de los bancos del sistema en DP en el Banco de Guatemala que vencerán en los próximos 91 días, a partir del 31 de diciembre, el cual asciende a Q6,222.9 millones. De este monto, aproximadamente 83.3% correspondió al plazo de 7 días (alrededor de Q5,183.0 millones), situación que refleja la tenencia de recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.



3. Medios de pago

Se estimó que para finales de 2009 los medios de pago (M2) crecerían entre 4.5% y 6.5% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 31 de diciembre de 2009, la variación interanual de los medios de pago fue de 10.0%, la cual se ubicó por arriba del margen de tolerancia estimado para esa fecha, situación que obedece principalmente al incremento registrado en las captaciones bancarias, especialmente, depósitos de ahorro y depósitos a plazo.

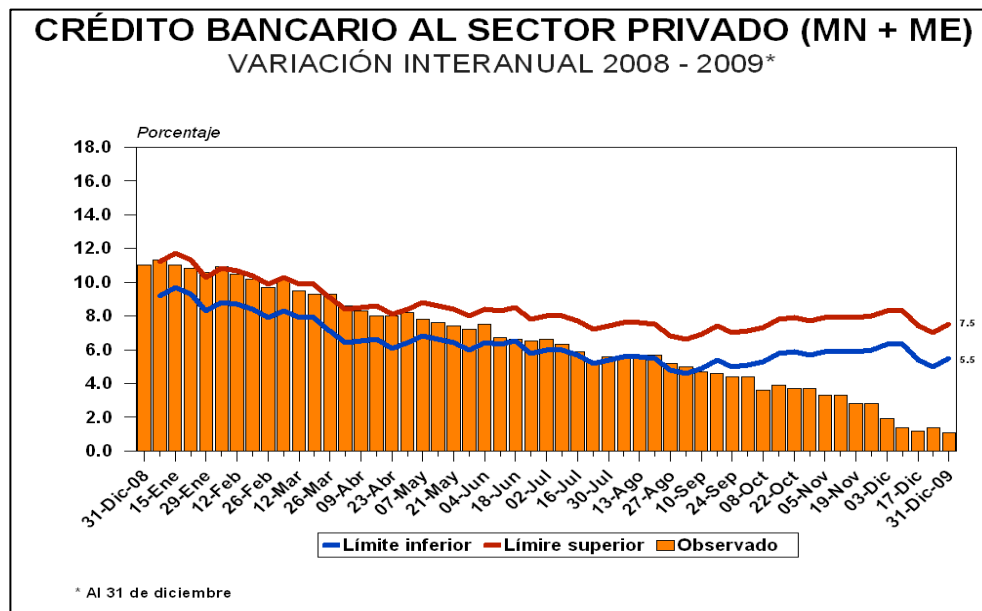


4. Crédito bancario al sector privado

a) Tasa de crecimiento interanual

El corredor estimado del crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para 2009 fue revisado a un rango de entre 5.5% y 7.5%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con la nueva estimación de crecimiento económico.

Al 31 de diciembre de 2009, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 1.1%, ubicándose por debajo del rango estimado para esa fecha.



En el transcurso de los primeros ocho meses del año, la variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo dentro del corredor estimado. No obstante, a partir de septiembre el crédito empezó a ubicarse por debajo del respectivo corredor, mostrando una trayectoria a la baja, en la que se considera que han incidido tanto factores de oferta como de demanda.

Dentro de los factores de oferta, destaca el hecho de que los bancos del sistema han sido más rigurosos en sus análisis de crédito, por lo que en la medida en que aumenta la percepción de riesgo acerca del deudor se restringe el otorgamiento de crédito o se cobra una prima adicional por riesgo, la cual podría conducir a tasas de interés más altas para sectores considerados de mayor riesgo, especialmente el de consumo. El otro factor de oferta se refiere a la preferencia de liquidez de los bancos del sistema, reflejada en el monto de recursos líquidos (prestables) con que cuenta el sistema bancario, los cuales aunque actualmente se mantienen elevados, dada la aversión al riesgo de las instituciones en un ambiente externo desfavorable y menor actividad económica, no son destinados a actividades crediticias.



Por el lado de la demanda, cabe citar que en un ambiente de desaceleración económica como el actual, los planes de inversión y de consumo suelen postergarse, situación que reduce los requerimientos de financiamiento. Un factor que ha afectado la demanda de crédito ha sido la disminución que registra el comercio exterior (en particular, las importaciones), lo que reduce la necesidad de créditos nuevos por parte del sector privado.

5. Tasa de interés pasiva de paridad

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

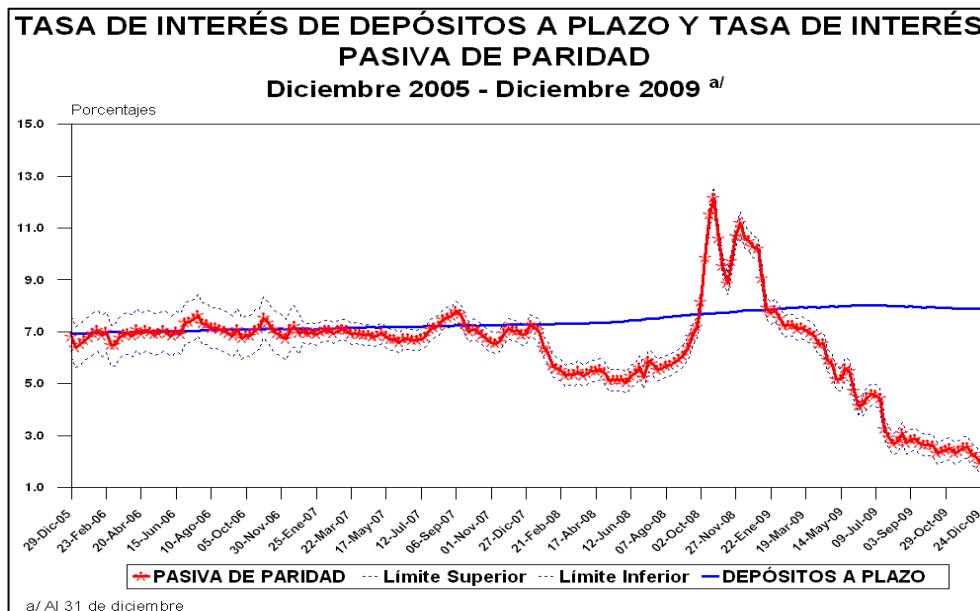
Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a plazo a seis meses en dólares, de los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación en Guatemala y la inflación en sus principales socios comerciales. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional¹⁷ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Desde septiembre de 2008 y hasta la primera quincena de enero de 2009, se observó que la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue inferior a la tasa de interés pasiva de paridad. Sin embargo, a partir del 22 de enero del presente año, el comportamiento de dichas tasas se revirtió. En efecto, al 31 de diciembre de 2009 la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (7.89%), fue mayor en 5.94 puntos porcentuales a la tasa pasiva de paridad, la cual se situó en 1.95%.

Al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad¹⁸, se puede observar que la referida variable se situó por arriba del límite superior del citado margen.

¹⁷ Tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.

¹⁸ Corresponde a +/- media desviación estándar.



G. TASAS DE INTERÉS

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

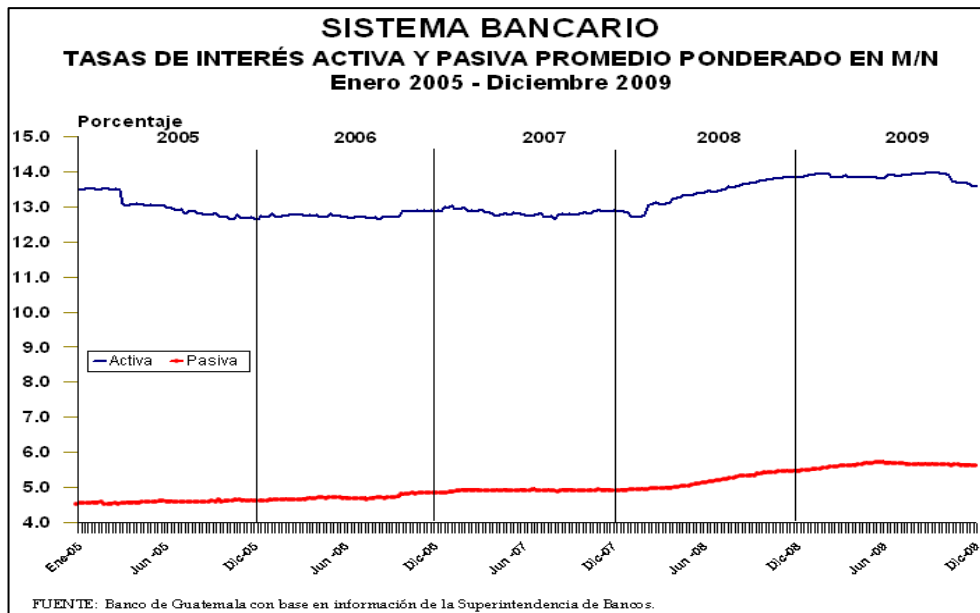
a) En moneda nacional

Durante el período enero-diciembre de 2009, las tasas de interés, promedio ponderado, registraron un comportamiento estable, con leve tendencia hacia la baja en el caso de la tasa activa; y, hacia el alza en el caso de la tasa pasiva. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado¹⁹, al 31 de diciembre se situó en 13.11%, inferior en 0.29 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2008 (13.40%)²⁰. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó en 5.61%, superior a la registrada al 31 de diciembre 2008 (5.47%)²¹.

¹⁹ Datos ajustados.

²⁰ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 12.42%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 12.13%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa se ubicó en 14.04%, en tanto que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 14.29%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 19.75%, mientras que al 31 de diciembre se situó en 18.74%.

²¹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 5.15%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 fue de 5.27%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 5.90%, en tanto que, al 31 de diciembre de 2009 se ubicó en 6.07%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se situó en 6.84%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se ubicó en 7.17%.



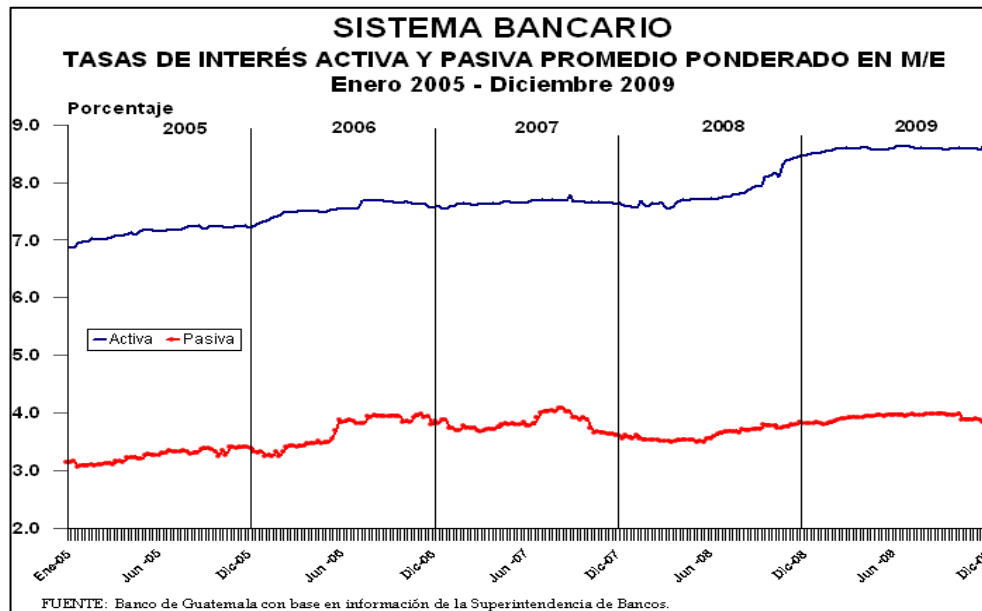
b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-diciembre de 2009 exhibieron una tendencia al alza, aunque moderada respecto de la registrada en el último cuatrimestre de 2008, cuando se intensificó la crisis financiera internacional. En efecto, al 31 de diciembre, la tasa de interés activa se situó en 8.64%, superior en 0.18 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2008 (8.46%)²². Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró un aumento, al pasar de 3.82% en diciembre de 2008 a 3.88% al 31 de diciembre de 2009²³.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera aumentó 0.12 puntos porcentuales, al pasar de 4.64 puntos porcentuales en diciembre de 2008 a 4.76 puntos porcentuales el 31 de diciembre de 2009.

²² Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 7.91%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 fue de 7.90%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2008 se ubicó en 9.69%, en tanto que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 10.08%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 9.88%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 13.79%.

²³ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 3.59%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 fue de 3.49%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 3.94%, en tanto que al 31 de diciembre de 2009 se ubicó en 4.09%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.25%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 5.83%.



H. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA

1. En moneda nacional

a) Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 31 de diciembre de 2009, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró una reducción de Q1,962.1 millones, al pasar de Q7,508.4 millones a Q5,546.3 millones. Dicha disminución, como se analiza más adelante, fue contrarrestada por un incremento en las OEM con vencimientos superiores a 7 días por Q1,232.1 millones. El citado comportamiento de las OEM estuvo determinado, fundamentalmente, por las inversiones del sistema bancario. El aumento en las operaciones mayores a 7 días es congruente con la estrategia de colocación por fechas de vencimiento para estandarizar los vencimientos y crear puntos de liquidez a plazos más largos, con el propósito de coadyuvar al desarrollo del mercado secundario.

Con relación al citado cambio en la composición de las OEM, vale mencionar que derivado de la intensificación de la crisis financiera internacional, en el último trimestre de 2008, los bancos del sistema empezaron a concentrar sus recursos disponibles en inversiones en Depósitos a Plazo (DP) en el Banco de Guatemala a 7 días plazo, debido, principalmente, a expectativas de una reducción importante en los flujos provenientes del exterior por concepto de líneas de crédito. En la medida en que dicha situación ha variado en 2009, los bancos del sistema empezaron a redistribuir su liquidez, reduciendo sus inversiones a 7 días y aumentando las de plazos más largos.

El Comité de Ejecución, en octubre de 2009, tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas agotó su cupo de colocación de Bonos del Tesoro correspondientes a 2009, estimó conveniente que el Banco de Guatemala realizara operaciones de estabilización monetaria para



esterilizar liquidez de naturaleza estructural, mediante la captación de DP a plazos mayores a un año. Con dicha medida, abrió un espacio temporal en el mercado para las colocaciones de DP de largo plazo, que permitiera extender el perfil de vencimientos de dichas operaciones, propiciando por esa vía, el traslado de liquidez de corto plazo a plazos mayores. En ese sentido, el Comité acordó que se convocaran licitaciones de DP a los plazos de 3, de 5 y de 8 años, a partir del lunes 26 de octubre de 2009, en adición a las licitaciones de DP por fechas de vencimiento. Para dichas licitaciones, adoptó la modalidad aplicada durante el presente año por el Ministerio de Finanzas Públicas; es decir, sin cupos preestablecidos; el pago de intereses en forma semestral y las tasas de interés determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas.

b) Por fecha de vencimiento

Con el propósito de reducir la fragmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y fortalecimiento del mercado secundario y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de DP, se continuó con las licitaciones de DP por fecha de vencimiento, por medio de las bolsas de valores, los lunes de cada semana, adjudicando las posturas por precio y con valores nominales estandarizados de Q100.0 miles, de Q1.0 millones y de Q10.0 millones.

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 5 de enero al 23 de febrero de 2009, se establecieron las siguientes: 9 de marzo, 8 de junio, 7 de septiembre y 7 de diciembre, de 2009. Para las licitaciones realizadas a partir del 2 de marzo, la fecha de vencimiento 9 de marzo de 2009 fue sustituida por la del 8 de marzo de 2010. Para las licitaciones realizadas a partir del 1 de junio, la fecha de vencimiento 8 de junio de 2009 fue sustituida por la del 7 de junio de 2010. Para las licitaciones realizadas a partir del 31 de agosto, la fecha de vencimiento 7 de septiembre de 2009 fue sustituida por la del 6 de septiembre de 2010. Asimismo, se aprobó que en adición a las fechas de vencimiento vigentes en ese momento, se convocara, a partir del 26 de octubre de 2009, a las fechas de vencimiento 6 de diciembre de 2010 y 7 de marzo de 2011.

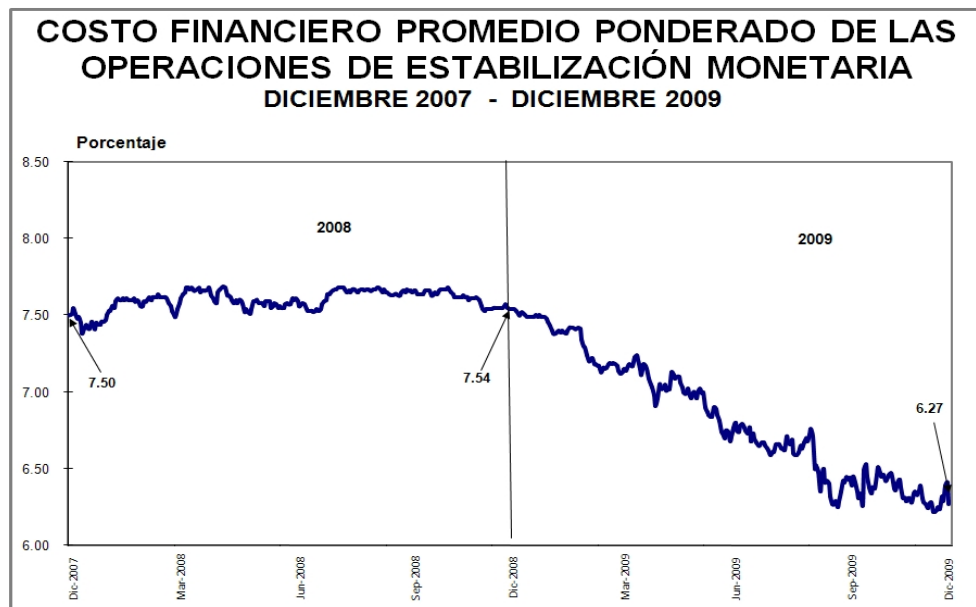
El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada una de las fechas de vencimiento, los cuales se fijaron tomando en cuenta los vencimientos de DP originalmente colocados por medio de licitaciones, el excedente de liquidez previsto en el Programa Monetario y Fiscal y el criterio de propiciar la reducción gradual del saldo de las OEM al plazo de 7 días.

Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, se estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, por fechas de vencimiento y por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados. Los precios de adjudicación fueron determinados de acuerdo con las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron.

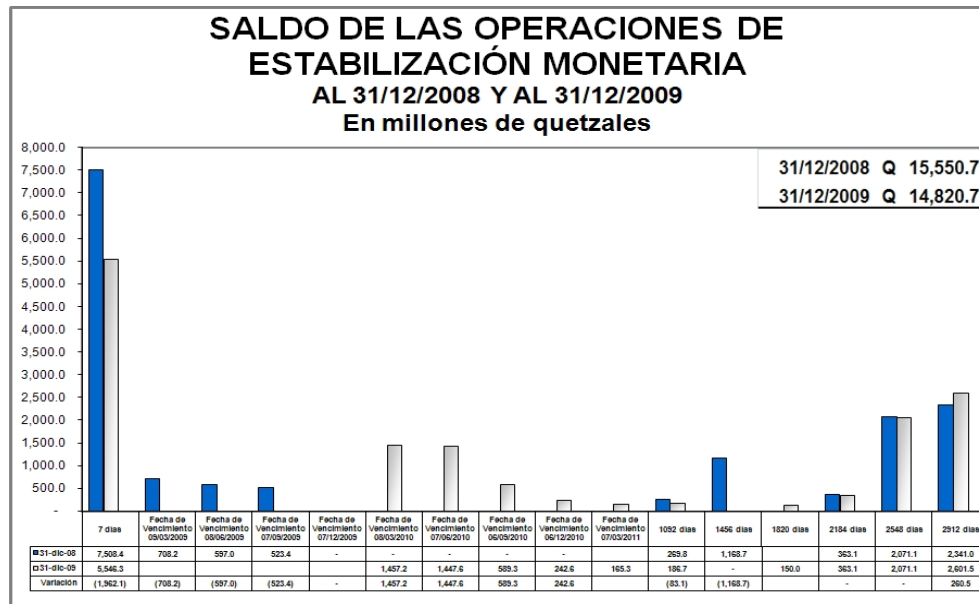
Las licitaciones realizadas por medio de las bolsas de valores y en forma directa con entidades públicas constituyen un mecanismo competitivo de colocación, por lo que los precios de

adjudicación son determinados de acuerdo con las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas recibidas. En ese sentido, es importante mencionar que en los precios demandados en cada postura, los participantes toman en cuenta sus expectativas en cuanto a la evolución de las diferentes variables, así como los plazos remanentes respecto de cada fecha de vencimiento.

El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2008 al 31 de diciembre de 2009 mostró un comportamiento descendente, al pasar de 7.54% a 6.27%, como resultado, principalmente, de la disminución de la tasa de interés líder de la política monetaria y de la transmisión de dicha disminución a las tasas de interés correspondientes a otros plazos.



En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2008 y el 31 de diciembre de 2009, así como los diferentes plazos de colocación y fechas de vencimiento.



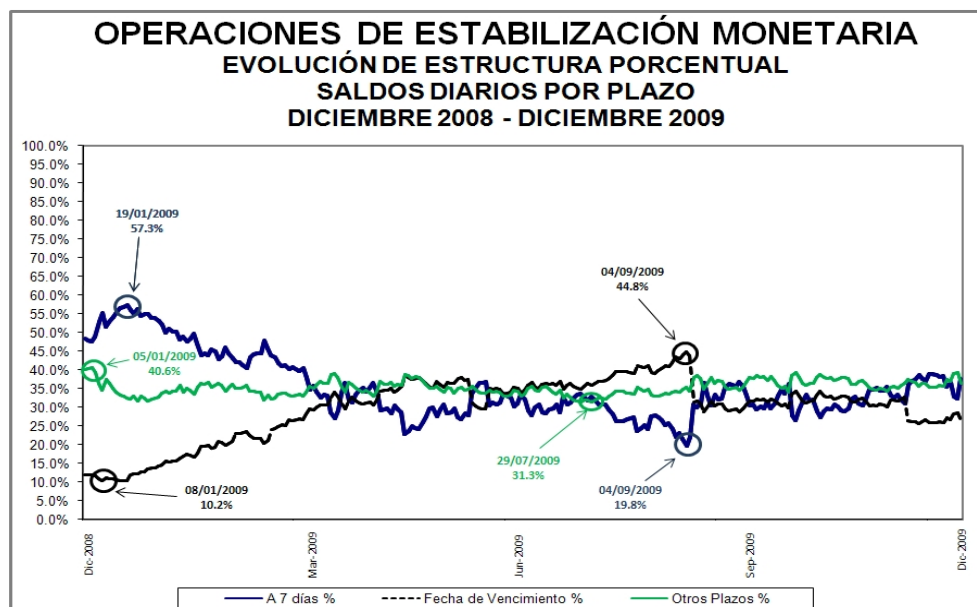
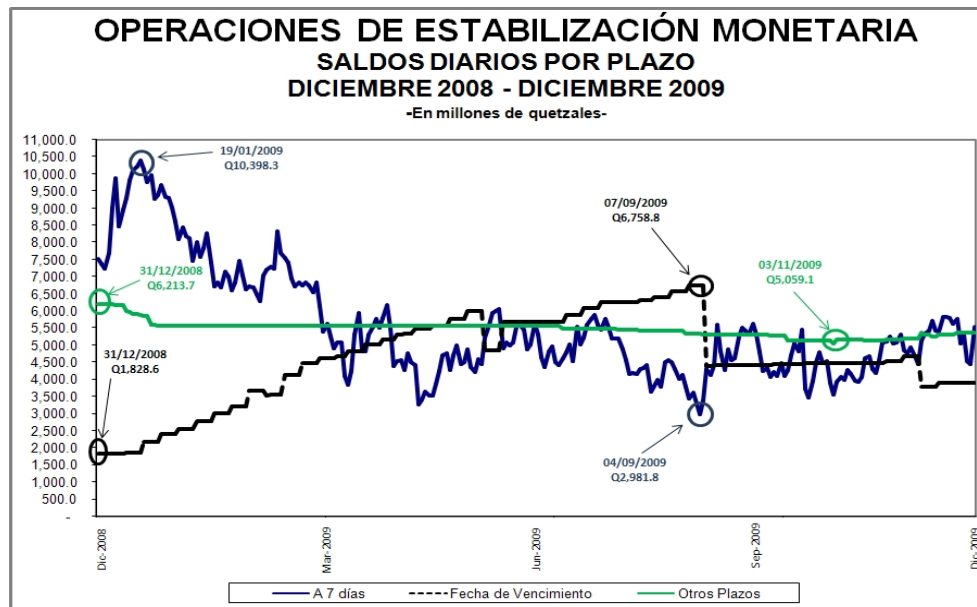
El saldo de las OEM por plazo de captación puede dividirse en operaciones a 7 días (a la tasa de interés líder de la política monetaria), en operaciones por fecha de vencimiento y en operaciones a plazos mayores.

Como se observa en las gráficas siguientes, durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron el 19 de enero de 2009 un saldo máximo de Q10,398.3 millones (57.3% del total) y el 4 de septiembre de 2009 un mínimo de Q2,981.8 millones (19.8% del total).

Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron el 7 de septiembre de 2009 un saldo máximo de Q6,758.8 millones (43.7% del total) y el 31 de diciembre de 2008 un saldo mínimo de Q1,828.6 millones (11.8% del total).

En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron el 31 de diciembre de 2008 un saldo máximo de Q6,213.7 millones (40.0% del total) y el 3 de noviembre de 2009 un saldo mínimo de Q5,059.1 millones (38.7% del total).

El saldo de las OEM al 31 de diciembre de 2009 ascendió a Q14,820.7 millones, del cual Q5,546.3 millones (37.4%) correspondió al plazo de 7 días, Q3,901.9 millones (26.3%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q5,372.5 millones (36.3%) a otros plazos.



Por otra parte, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 se estableció que el Banco de Guatemala continuaría colocando posturas de inyección de liquidez en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD), a la tasa de interés líder activa de la política monetaria, la cual se ajustaría dependiendo de las condiciones de liquidez en el mercado y del nivel de la tasa de interés líder pasiva.

En ese contexto, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés que mantenga el margen de 1.50 puntos porcentuales sobre la tasa de interés líder de la política monetaria. Las operaciones de inyección



de liquidez se garantizan con Certificados de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala o con títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

Como consecuencia de la reducción más reciente a la tasa de interés líder de la política monetaria decidida por la Junta Monetaria, vigente a partir del 16 de septiembre de 2009, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 6.00%. La última operación de inyección de liquidez se realizó el 17 de julio, por lo que al 31 de diciembre no existían operaciones vigentes.

VIII. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. Balanza de pagos estimada para 2009²⁴

a) Cuenta Corriente

Para 2009 se estima que la Cuenta Corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$355.0 millones, significativamente menor en US\$1,418.1 millones (-80.0%) al registrado el año anterior, equivalente a 1.0% del PIB (4.5% en 2008). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$827.5 millones²⁵, lo que generó un incremento de US\$472.5 millones en los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala²⁶.

El saldo de la Cuenta Corriente sería el resultado de los déficits de la balanza comercial de US\$3,422.3 millones, de la balanza de servicios de US\$298.8 millones y de la renta de US\$990.3 millones; y, del superávit de las transferencias corrientes netas por US\$4,356.4 millones.

El saldo de la balanza comercial estaría determinado por la reducción en el valor FOB de las exportaciones de US\$666.6 millones (-8.5%) y en el valor FOB de las importaciones de US\$2,819.0 millones (-21.0%).

Por otro lado, la Balanza de Servicios registraría un saldo deficitario de US\$298.8 millones, monto superior en US\$22.7 millones (8.2%) al registrado el año anterior, explicado por los déficits de US\$691.6 millones en los servicios de transporte, de US\$176.0 millones en los servicios de seguros y de US\$15.2 millones en otros servicios; que superarían ingresos netos de US\$316.2 millones en el rubro de viajes, de US\$187.6 millones en los servicios de comunicación y de US\$80.2 millones en los servicios de gobierno.

²⁴ Análisis efectuado con base en la metodología del Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI.

²⁵ Incluye errores y omisiones.

²⁶ El resultado de la balanza de pagos generó un aumento de las RMIN de US\$553.8 millones, superior en US\$81.3 millones al aumento por transacción de los Activos de Reserva del Banco de Guatemala. Ello es así, porque de conformidad con el MBP5, 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 2009, estas variaciones obedecieron a la revalorización en tenencias de oro por US\$51.9 millones, en tenencia de títulos-valores por US\$27.6 millones y en la tenencia de DEG por US\$1.8 millones.



Por su parte, la Renta registraría un saldo negativo de US\$990.3 millones, superior en US\$63.7 millones (6.9%) respecto a 2008, asociado al mayor saldo deficitario de la renta de inversión directa.

Con relación a las Transferencias Corrientes Netas, que incluyen las remesas familiares, continuaría siendo superavitarias en US\$4,356.4 millones, aunque menores en 12.9% al superávit de 2008, lo cual se explicaría por la desaceleración en el ingreso de divisas por concepto de remesas familiares.

b) Cuenta de Capital y Financiera

El superávit de la Cuenta Financiera registraría a diciembre de 2009, como se indicó, un saldo superavitario de US\$827.5 millones, monto menor en US\$1,278.3 millones (-60.7%) al registrado el año anterior, mientras que la cuenta de capital no registraría ningún saldo, al igual que el año anterior, en virtud de que no ingresarían donaciones de capital.

Por su parte, la Cuenta Financiera en el rubro de Inversión Directa registraría US\$534.8 millones, menor en US\$202.6 millones (-27.5%) al registrado en 2008, como resultado de la menor inversión extranjera realizada en el país, la cual alcanzaría un monto de US\$559.3 millones, inferior en US\$194.5 millones (-25.8%) a la observada en 2008. Dicho comportamiento se asociaría, principalmente, al menor flujo de capitales al país, derivado de la crisis financiera internacional, así como a la reducción en la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras con inversiones en el país.

El rubro de Inversión de Cartera en 2009 registraría un superávit de US\$1.1 millones. Este superávit sería resultado de una reducción en la tenencia de títulos de los bancos del sistema y del resto del sector privado, mayor que las amortizaciones de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América con no residentes, realizados por el sector público.

En lo que respecta al rubro de Otra Inversión, éste se situaría con un saldo negativo de US\$394.2 millones, explicado, principalmente, por una reducción en los pasivos externos de los bancos del sistema y del resto del sector privado.

Derivado de las operaciones en la Cuenta Corriente y en la Cuenta de Capital y Financiera de la balanza de pagos, se generó, como se indicó, un aumento en los activos de reserva por un monto de US\$472.5 millones (equivalente a US\$553.8 millones de aumento en las reservas monetarias internacionales).



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2008 - 2009
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2008	2009 °/	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-1,773.1	-355.0	1,418.1	-80.0
A- BALANZA COMERCIAL	-5,574.7	-3,422.3	2,152.4	-38.6
Exportaciones FOB	7,846.5	7,179.9	-666.6	-8.5
Mercancías Generales	7,746.9	7,119.4	-627.5	-8.1
Principales Productos	1,920.9	1,953.4	32.5	1.7
Otros Productos	5,826.0	5,166.0	-660.0	-11.3
Bienes Adquiridos en Puerto	99.6	60.5	-39.1	-39.3
Importaciones FOB	13,421.2	10,602.2	-2,819.0	-21.0
Mercancías Generales	13,418.6	10,600.7	-2,817.9	-21.0
Bienes Adquiridos en Puerto	2.6	1.5	-1.1	-42.3
B- SERVICIOS	-276.1	-298.8	-22.7	8.2
Créditos	1,873.0	1,555.5	-317.5	-17.0
Débitos	2,149.1	1,854.3	-294.8	-13.7
C- RENTA	-926.6	-990.3	-63.7	6.9
Créditos	544.4	392.6	-151.8	-27.9
Débitos	1,471.0	1,382.9	-88.1	-6.0
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	5,004.3	4,356.4	-647.9	-12.9
Remesas Familiares (Netas)	4,403.3	3,977.0	-426.3	-9.7
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA */	2,105.8	827.5	-1,278.3	-60.7
De los cuales:				
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	1,254.2	141.7	-1,112.5	-88.7
1- Inversión Directa	737.4	534.8	-202.6	-27.5
En el exterior	-16.4	-24.5	-8.1	49.4
En Guatemala	753.8	559.3	-194.5	-25.8
2- Inversión de Cartera	-32.8	1.1	33.9	-103.4
3- Otra Inversión	549.6	-394.2	-943.8	-171.7
Préstamos del Sector Público	121.8	499.5	377.7	310.1
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	332.7	472.5	139.8	42.0
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)**/	-332.7	-472.5	-139.8	42.0
CUENTA CORRIENTE / PIB	-4.5	-1.0		

°/ Cifras estimadas

**/ 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 2009, estas variaciones obedecieron a la revalorización en tenencias de oro por US\$51.9 millones, en tenencias de títulos-valores por US\$27.6 millones y en la tenencia de DEG por US\$1.8 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento de RMIN es de US\$553.8 millones.



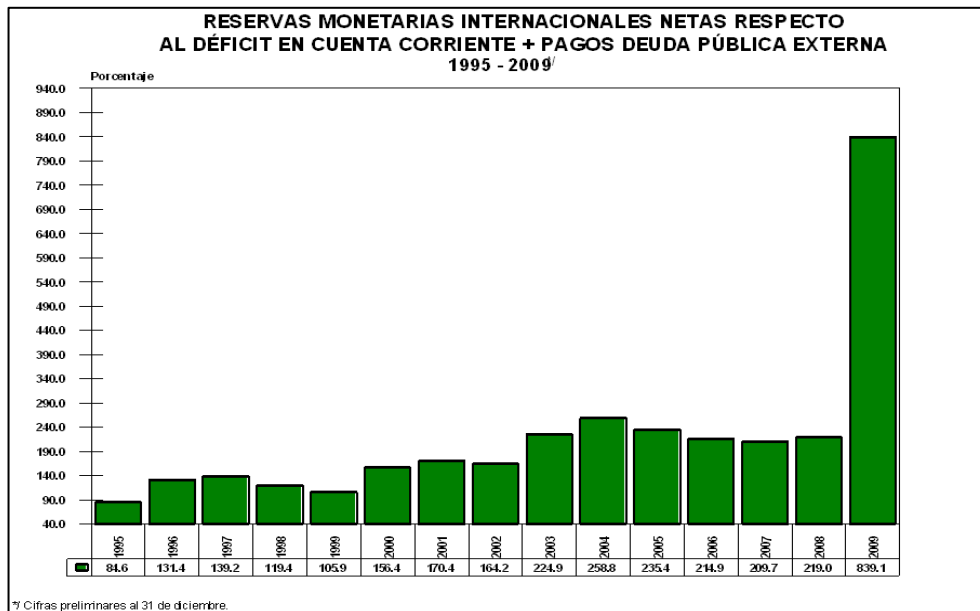
2. Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 31 de diciembre de 2009, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,212.6 millones, monto mayor en US\$553.8 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2008.

Los ingresos provinieron de desembolsos de préstamos al Sector Público no Financiero por US\$742.5 millones (destacando los siguientes: del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) US\$280.0 millones, de los cuales, US\$150.0 corresponden al “Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas”, US\$100.0 millones al “Programa Inversión en Capital Humano” y US\$30.0 millones al “Programa Mi Escuela Progresa”; y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) US\$200.0 millones correspondientes al “Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional”), mientras que los egresos incluyen pago por servicio de deuda pública externa no bonificada del Sector Público no Financiero por US\$429.4 millones, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$102.6 millones y venta de divisas del Banco Central en el mercado cambiario por US\$364.6 millones.

Adicionalmente, se registraron otros ingresos netos, dentro de los que destacan la asignación de Derechos Especiales de Giro que efectuó el Fondo Monetario Internacional en agosto y septiembre por un monto total equivalente a US\$271.1 millones; los provenientes de inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$158.4 millones (de los cuales US\$119.4 millones corresponde a los rendimientos netos por la inversión de las reservas de cartera, US\$27.6 millones corresponden a valorización neta por variaciones de precios realizadas del portafolio, US\$11.4 millones corresponden a intereses devengados no percibidos); los ingresos derivados de vencimientos de las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera mediante operaciones de reporto con bancos del sistema por US\$92.4 millones; los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por US\$168.5 millones; regalías por explotación de petróleo por US\$59.2 millones y otros egresos netos por US\$41.7 millones.

Dicho nivel de RMIN, permitiría cubrir 5.5 meses de importaciones (por arriba del estándar internacional de 3 meses) o el equivalente de 8.9 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año (8.8 veces al 31 de diciembre de 2008) o el equivalente de 8.4 veces la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y las amortizaciones de la deuda pública externa en un año.



3. Tipo de cambio nominal

Para comprender el comportamiento del tipo de cambio nominal en 2009, es importante destacar que, a diferencia de las economías de otros países de Latinoamérica con sistemas cambiarios flexibles, la economía de Guatemala se encuentra menos integrada financieramente a los mercados internacionales²⁷, por lo que los choques financieros externos impactan en menor magnitud y con un rezago mayor. En efecto, al inicio de la profundización de la crisis financiera internacional, en el segundo semestre de 2008, en países como México, Brasil y Chile, las monedas respectivas registraron, en 2008 depreciaciones superiores al 25.0%; mientras que en Guatemala la depreciación del tipo de cambio nominal fue de únicamente 2.0%. Sin embargo, en gran medida, las depreciaciones observadas a fines de 2008 en los países mencionados constituyeron sobrereacciones que fueron corregidas en los primeros seis meses de 2009 mediante apreciaciones de sus monedas entorno al 15.0%. En contraste, en el caso guatemalteco, en los primeros tres meses de 2009 la moneda nacional se depreció en 4.2% sin que se haya producido la sobrereacción (en 2008) y la posterior corrección (en 2009) ocurrida en los países latinoamericanos financieramente más integrados a la economía mundial.

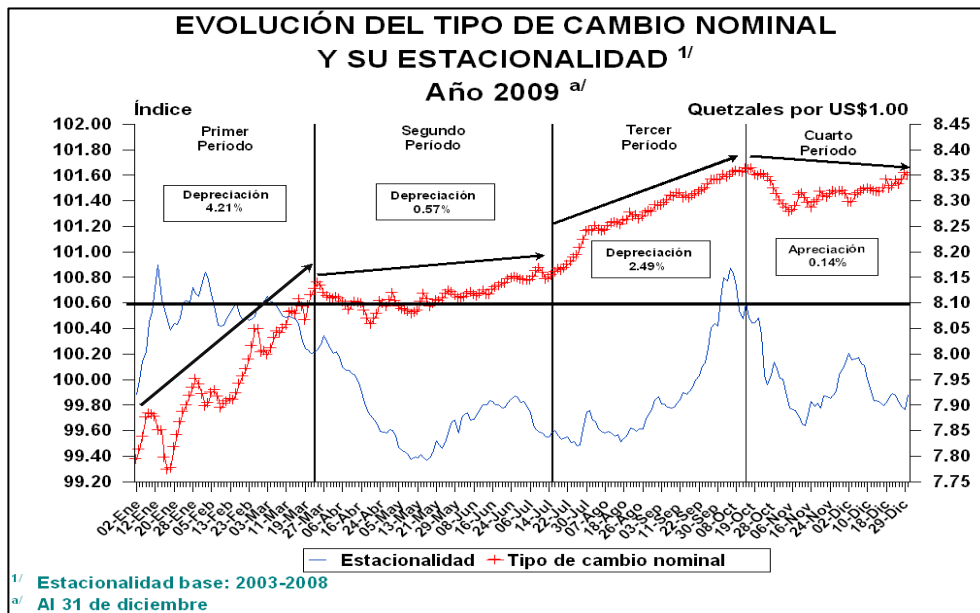
La depreciación del tipo de cambio nominal aumentó debido a la exacerbación de las expectativas de los agentes económicos, en ciertos episodios del año (especialmente en marzo, julio, agosto, septiembre y principios de octubre), para cuya formación han contribuido las reducciones mencionadas en flujos de capital, en adición a las disminuciones en las exportaciones, en las remesas familiares, en los flujos de turismo y en la inversión extranjera directa.

²⁷ Esto se explica, principalmente, por el tamaño relativo de la economía y por el escaso desarrollo del mercado de capitales en el país.



a) Comportamiento en 2009

En lo que va del presente año, se pueden identificar cuatro etapas en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal respecto del dólar estadounidense. La primera etapa comprende del 31 de diciembre de 2008 al 31 de marzo de 2009, período en el que el tipo de cambio registró una tendencia hacia la depreciación, al pasar de Q7.782 a Q8.110 por US\$1.00, lo que en términos relativos equivale a una variación de 4.21%, explicada principalmente por el aumento de activos externos netos de los bancos del sistema como consecuencia de los pagos de líneas de crédito con sus corresponsales del exterior ante las restricciones crediticias provocadas por la crisis financiera internacional; en esta etapa el Banco de Guatemala participó en el mercado cambiario vendiendo US\$67.5 millones. La segunda etapa abarca del 1 de abril al 15 de julio, episodio en el que el tipo de cambio registró un comportamiento estable, pasando de Q8.108 a Q8.155 por US\$1.00, lo que representó una leve depreciación de 0.57%, asociada a la normalización en los flujos derivados de líneas de crédito del exterior; en esta etapa no hubo participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. La tercera etapa comprende del 16 de julio al 14 de octubre, período en el que el tipo de cambio registró una depreciación de 2.49%, comportamiento que fue reflejo, por un lado, de menores ingresos de capital privado y de factores estacionales y, por otro lado, de los efectos parcialmente compensatorios de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la venta de US\$245.7 millones. A partir de la cuarta etapa, que abarca del 15 de octubre al 31 de diciembre, se observó que el tipo de cambio retomó un comportamiento acorde a su estacionalidad, pasando de Q8.361 a Q8.350 por US\$1.00, equivalente a una apreciación de 0.14%; en esta etapa el Banco de Guatemala vendió US\$51.5 millones. Si se examina el comportamiento del tipo de cambio nominal de las cuatro etapas, resulta una depreciación acumulada de 7.30%, como se ilustra en la siguiente gráfica.



Dada la intensificación de la crisis financiera y económica internacional y la incertidumbre que la misma generó con relación a su impacto en los flujos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo y por capital privado, la regla de participación fue complementada mediante resolución JM-22-2009 del 25 de febrero de 2009, disposición que permite al Banco de Guatemala participar discrecionalmente, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas para contrarrestar volatilidad inusual en esta variable. La Junta Monetaria modificó la referida regla de participación en dos ocasiones, mediante resoluciones JM-85-2009, del 2 de septiembre de 2009 y JM-92-2009, del 30 de septiembre de 2009.

Entre los factores que explican el comportamiento del mercado cambiario destacan: la evolución de la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario; los niveles de liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera; y, las expectativas de los agentes económicos.

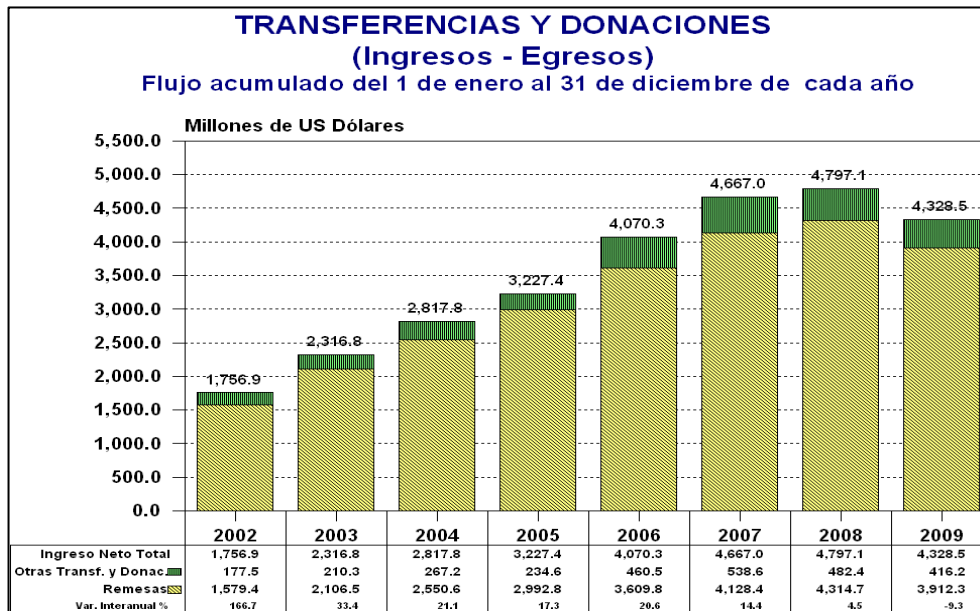
b) Oferta y demanda de divisas

En el transcurso del año la balanza cambiaria total y la balanza cambiaria del sector privado reflejan superávits de US\$1,654.4 millones y US\$887.8 millones, en su orden. Al respecto, es importante destacar que, a pesar de que la balanza cambiaria privada muestra un superávit en 2009, éste es menor en US\$400.0 millones al observado a la misma fecha de 2008 (US\$1,287.8 millones). Por otra parte, el resultado de la cuenta corriente de la balanza cambiaria mejoró significativamente, dado que al 31 de diciembre de 2009, el flujo acumulado de la cuenta corriente registró un superávit de US\$27.0 millones (déficit de US\$1,203.0 millones a la misma fecha del año anterior), lo anterior se explica por el hecho de que la reducción de los ingresos por exportaciones ha sido más que compensada por la disminución de los egresos por importaciones. Por su parte, el rubro de transferencias corrientes registró una

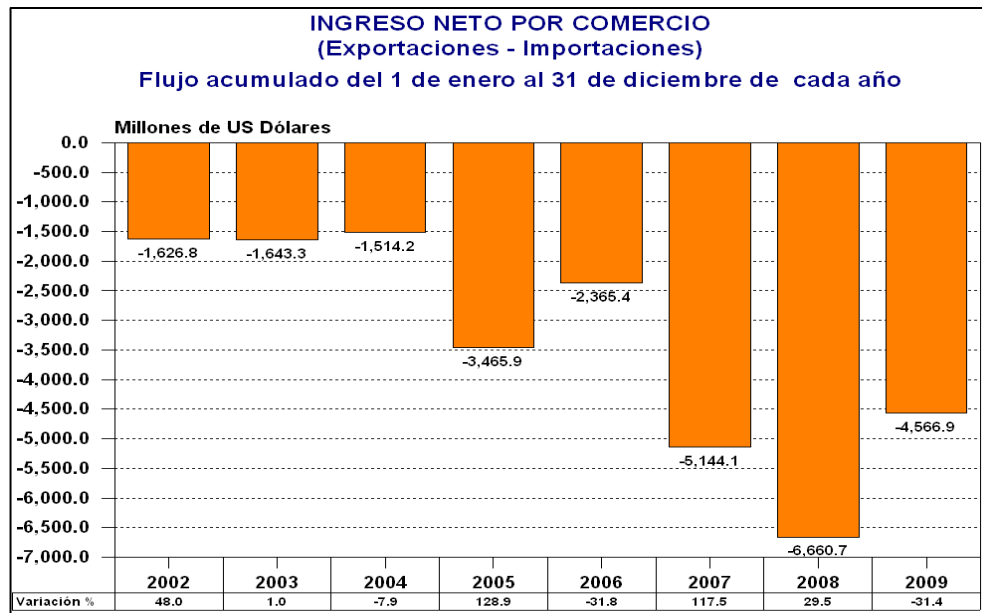
disminución de alrededor del 9.3%, debido a la reducción en el ingreso de divisas por remesas familiares²⁸.

Si bien la magnitud de la reducción observada en el valor nominal de las importaciones ha reducido los requerimientos de financiamiento externo del país, los flujos de capital privado externo, por una parte, han disminuido y, por la otra, no han sido canalizados en su totalidad al mercado cambiario, dado que una parte de ellos se ha destinado a incrementar los depósitos en moneda extranjera y a fortalecer la posición externa de los bancos del sistema.

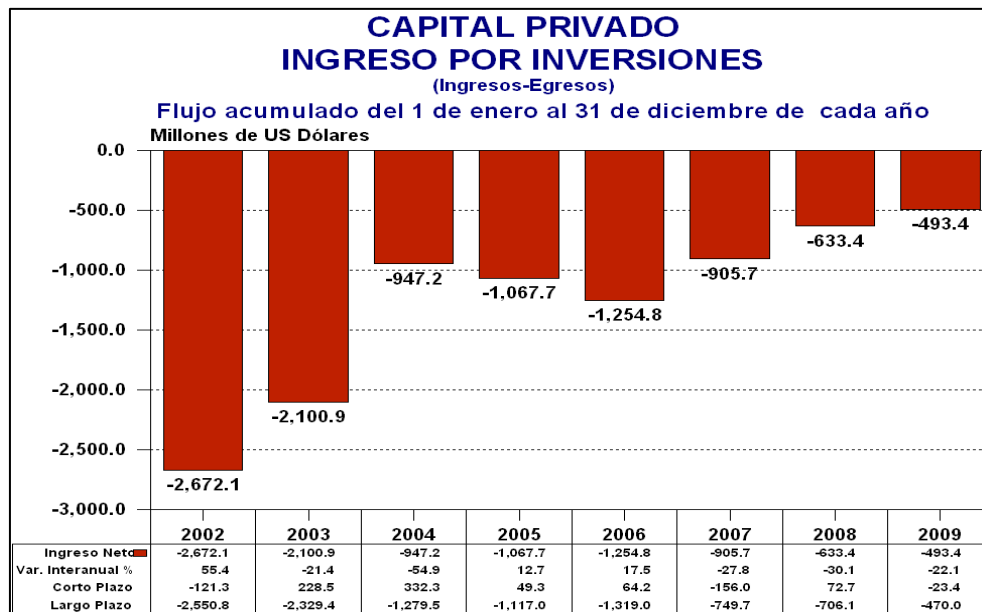
Aun cuando la balanza cambiaria total registra superávit, vale la pena destacar el hecho de que los flujos de capital oficial (mediante el desembolso de empréstitos en el exterior) no tienen efecto sobre el tipo de cambio, dado que el Ministerio de Finanzas Públicas los vende al Banco de Guatemala por lo que el monto en dólares incrementa las reservas monetarias internacionales. En lo que corresponde a la balanza cambiaria privada, vale destacar que una parte de los flujos privados de divisas que se registran en la misma no constituyen oferta disponible en el Mercado Institucional de Divisas en la medida en que algunos agentes económicos receptores de tales flujos los depositen en los bancos del sistema y éstos, a su vez, pueden utilizarlos para incrementar su posición externa neta. Tal situación puede reflejarse, en parte, al hecho de que las captaciones en moneda extranjera de los bancos del sistema registraron un incremento de US\$444.4 millones entre el 31 de diciembre de 2008 y el 31 de diciembre de 2009 (aumento de US\$244.2 millones en igual período de 2008).

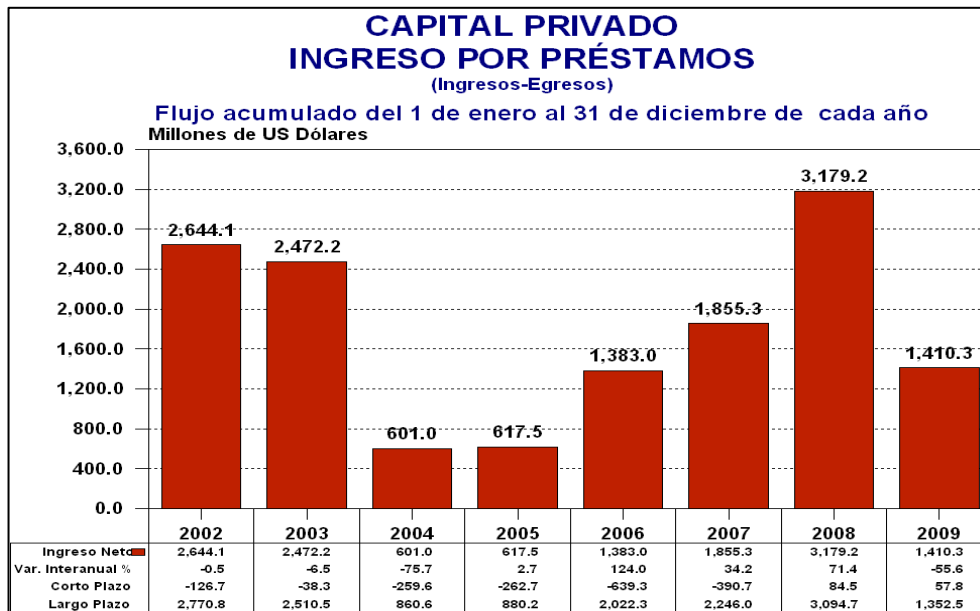


²⁸ Al respecto vale la pena destacar que aun cuando las remesas familiares a diciembre han registrado una disminución de 9.3%, el tipo de cambio se ha depreciado en 7.3%, por lo que el equivalente en quetzales de tales flujos ha sido parcialmente compensado por la referida depreciación.



En cuanto a la cuenta de capital de la balanza cambiaria, los flujos de capital privado (inversiones más préstamos) registraron una disminución importante respecto de los flujos observados en 2008, explicada fundamentalmente por la disminución en el rubro de préstamos de largo plazo (que incluye el pago de líneas de crédito del exterior), los cuales variaron en alrededor del -56.3% respecto del flujo observado a la misma fecha de 2008.



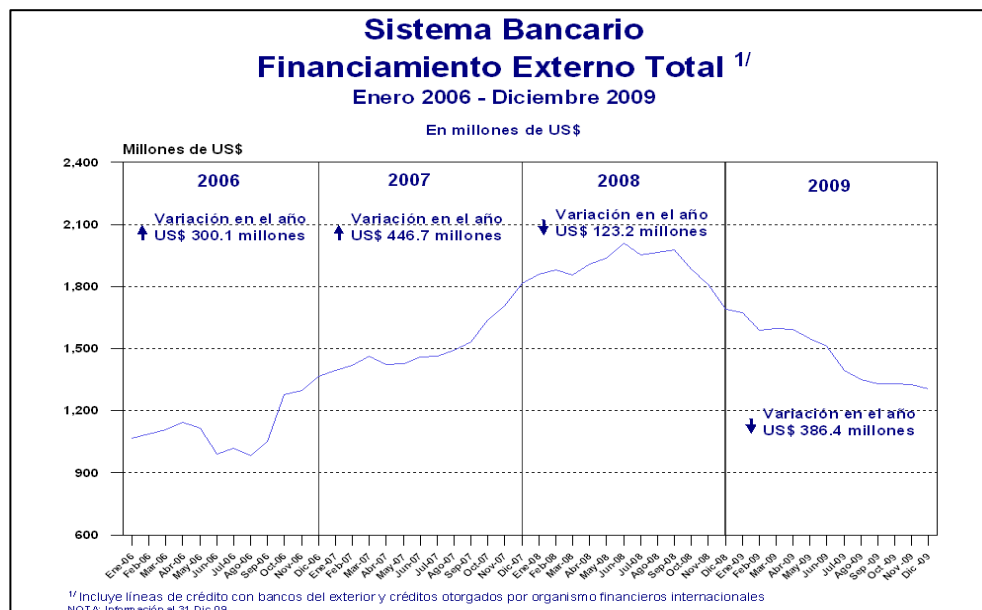


c) Liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera

Otro factor que puede influir en el comportamiento del tipo de cambio es el excedente de moneda nacional con relación a la oferta de moneda extranjera. Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 31 de diciembre de 2009, los recursos líquidos disponibles de los bancos del sistema (posición diaria de encaje más depósitos a plazo de 7 días) se han mantenido en niveles elevados, fluctuando en un rango de entre Q3,000.0 millones y Q9,300.0 millones, aspecto que tiene que ver con la desaceleración de la actividad económica y, a su vez, con la menor demanda de crédito bancario por parte de los agentes económicos. Por otra parte, el incremento en la liquidez también ha sido influenciado por los recursos inyectados por la aceleración del gasto público desde finales de 2008 y por las medidas de política monetaria implementadas en el último trimestre de 2008 y en el primer cuatrimestre de 2009.



En ese contexto, los bancos del sistema contaron con recursos líquidos suficientes, que ante la caída en la demanda de crédito, pudieron utilizar para comprar moneda extranjera y amortizar las líneas de crédito contratadas en el exterior, sin necesidad de recurrir a la ventanilla que el Banco de Guatemala puso a disposición de las instituciones bancarias para proveerles de liquidez en moneda extranjera. En efecto, al 31 de diciembre el sistema bancario registró una disminución de su financiamiento externo total de US\$386.4 millones.





d) Expectativas de los agentes económicos

Las expectativas de los agentes económicos constituyen otro factor que puede incidir en el comportamiento del tipo de cambio nominal y que tiende a exacerbarse cuando éste comienza a apreciarse o depreciarse más rápidamente (debido, por ejemplo, a perturbaciones de origen externo). Cabe enfatizar que las expectativas tienden a distorsionar un precio macroeconómico, como el tipo de cambio nominal, cuando refuerzan movimientos en dicho precio sin que se sustenten en el comportamiento de sus determinantes fundamentales, sino sólo en la dinámica reciente del precio en cuestión.

Se considera que las expectativas de depreciación cambiaria surgieron luego de la intensificación de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, por la incertidumbre, principalmente, con relación a los flujos de crédito provenientes del exterior. El efecto de tales expectativas se evidencia en que ha aumentado, en alguna medida, la preferencia de los agentes económicos por depósitos en moneda extranjera en los bancos del sistema; de hecho, éstos han pasado de representar 16.3% de los depósitos totales el 31 de diciembre de 2008 a 18.7% el 31 de diciembre de 2009.

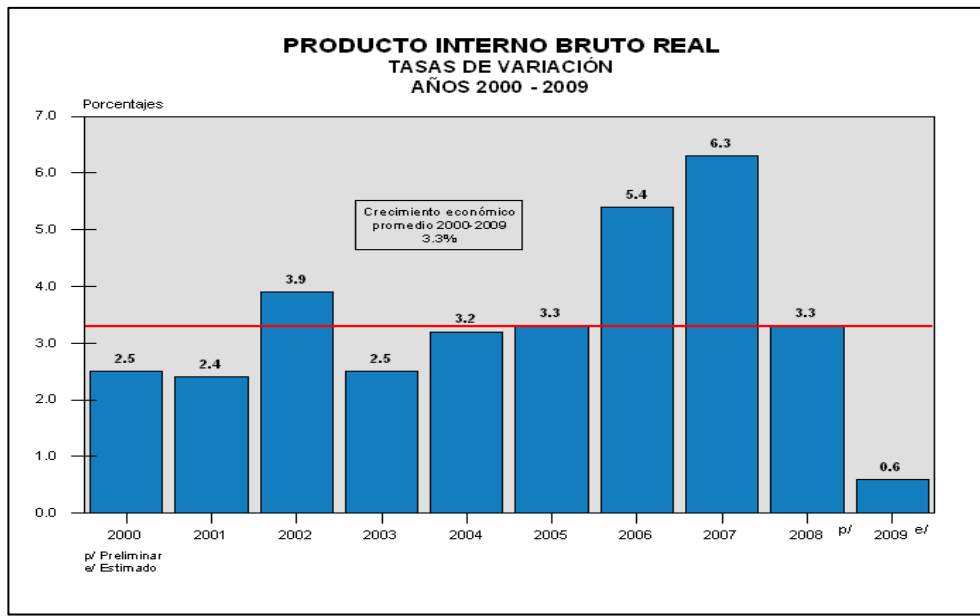
B. SECTOR REAL

1. Aspectos generales

Desde 2004, la actividad económica nacional ha venido registrando un crecimiento sostenido y en 2007 se observó la tasa de crecimiento más alta de la presente década (6.3%); sin embargo, debido a la desaceleración económica que se experimentó en las economías de los principales socios comerciales del país en 2008, asociada a la crisis financiera global, que incidió en el deterioro de las expectativas de los agentes económicos nacionales, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del país se redujo a 3.3% en el referido año. Dicha crisis se prolongó durante 2009, propiciando que la economía mundial entrara en un proceso de recesión, provocando un mayor deterioro en varios indicadores macroeconómicos de los referidos socios comerciales del país, en particular, durante el primer semestre de 2009. No obstante, a partir del segundo semestre de 2009 se mejoraron levemente las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas, dando indicios de que la recesión mundial pareciera estar finalizando, aunque existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación podría ser lento, sobre todo si se toma en cuenta los elevados niveles de desempleo, la debilidad del canal crediticio y la reducción gradual prevista de los estímulos fiscales.

En ese contexto, se estima que para 2009 la actividad económica nacional, medida por el PIB, en términos reales, registre un crecimiento de 0.6%, inferior a la tasa de crecimiento observada en 2008 (3.3%). El modesto desempeño de la actividad real del país en 2009 se deriva de la debilidad de la demanda agregada, la cual se hace manifiesta en el comportamiento de algunos indicadores: las tasas

de variación negativas de las exportaciones y, sobre todo, de las importaciones; las reducciones en los flujos netos de remesas familiares y de capital privado; la reducción en la recaudación tributaria; la reducción en la tasa de variación del crédito bancario al sector privado; la estimación de una brecha del producto negativa; y los niveles históricamente bajos de la tasa de inflación.



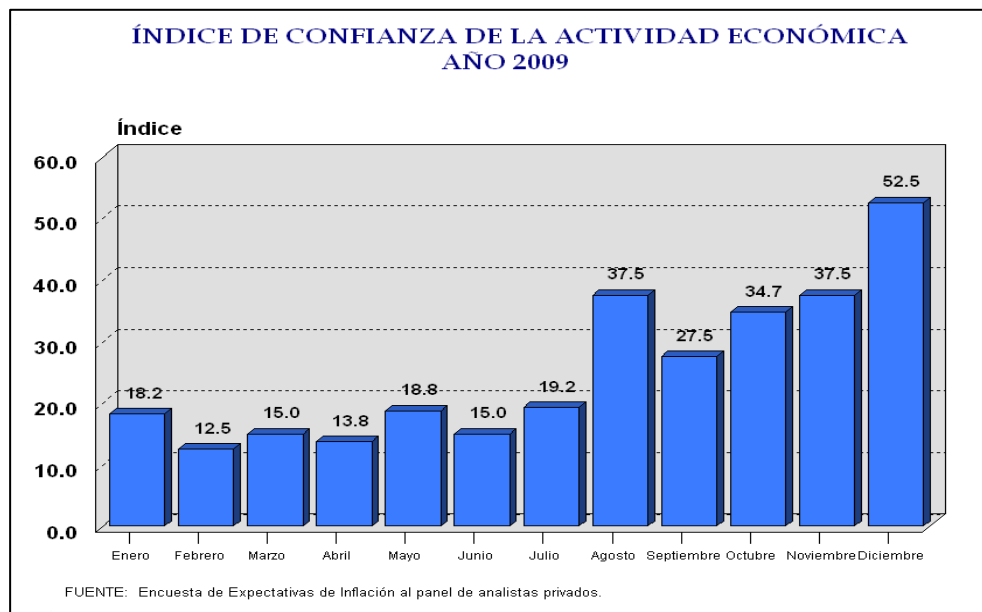
En la estimación de la tasa de crecimiento económico para 2009 se han tomado en cuenta tanto factores de naturaleza externa como interna.

En el orden externo se consideraron los aspectos siguientes: a) las perspectivas de crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de los demás socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro); b) el comportamiento del comercio mundial cuyo deterioro empieza a revertirse; c) la caída prevista de las exportaciones e importaciones del país, así como del ingreso de divisas por remesas familiares y turismo; d) la reducción de la inversión extranjera directa a causa de la crisis económica mundial; y, e) la evolución de los precios del petróleo y sus derivados.

En el orden interno se consideraron los aspectos siguientes: a) los resultados definitivos de la encuesta a más de 1,250 empresas productivas; b) el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; c) la reducción de la tasa de inflación; d) el comportamiento del crédito bancario al sector privado; e) la incorporación de información actualizada por parte de las fuentes de información (asociaciones de productores, gremiales y demás entidades públicas y privadas); y, f) la nueva estimación de cierre del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado correspondiente al Ejercicio Fiscal 2009.

En congruencia con la desaceleración de la actividad económica prevista para 2009, los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial²⁹ llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2009, revelan que, en promedio, el 57.6% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para 2009, porcentaje inferior al de la encuesta realizada en 2008 (61.9%).

Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica, las expectativas del panel de analistas privados obtenidas en la Encuesta de Expectativas de Inflación (EEI)³⁰, sobre el desempeño de la actividad económica mostraban un escenario conservador de crecimiento durante el periodo comprendido de enero a junio, influenciado, principalmente, por el grado de incertidumbre respecto a la evolución de la actividad económica mundial, lo cual ha impactado en el clima de negocios para las actividades productivas; sin embargo, a partir del tercer trimestre se plantea un escenario ligeramente positivo sobre el desempeño de la economía del país.



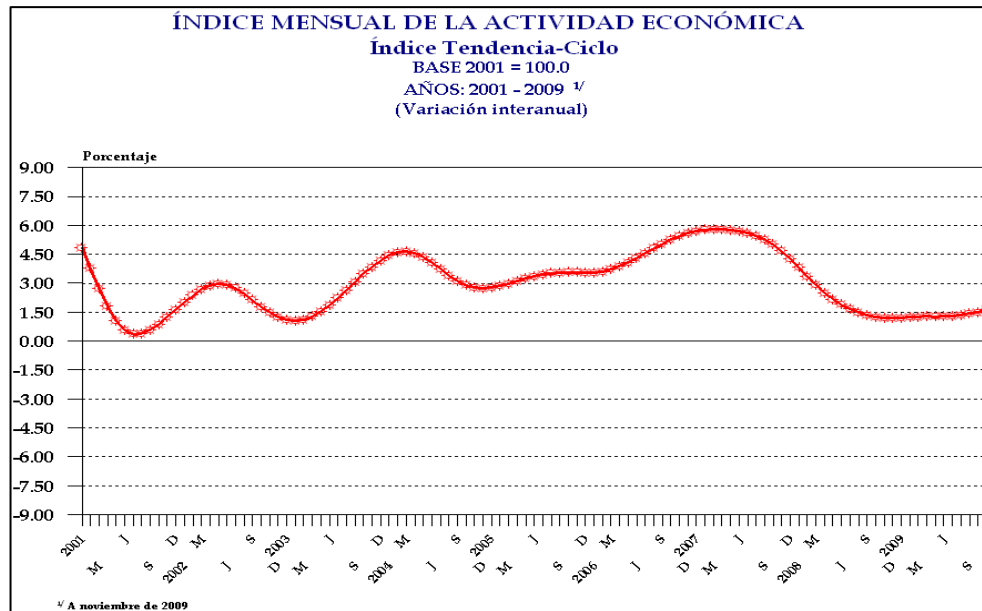
En cuanto a la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), después de haber mostrado un comportamiento ascendente durante el periodo enero de 2005 a marzo de 2007, cuando la variación interanual alcanzó el punto máximo (5.80%), éste empezó a desacelerarse hasta ubicarse en 1.19% en diciembre de dicho año. A partir de enero de 2009, la tendencia ciclo del IMAE

²⁹ Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 365 establecimientos, de los cuales el 52.1% son grandes (más de 50 trabajadores), el 18.1% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 29.9% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

³⁰ Mide la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación, la cual viene realizando el Banco de Guatemala, mensualmente, desde 2003.



comenzó a registrar una tendencia creciente, lo cual es una señal de que la crisis económica internacional tuvo leves repercusiones sobre la economía del país. A noviembre, la variación interanual de la tendencia ciclo del IMAE se situó en 1.61%.



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la situación financiera del gobierno central

A diciembre de 2009, la recaudación tributaria se vio afectada, por un lado, por el efecto precio y volumen en los principales productos de importación que se redujeron de manera significativa respecto a igual período de 2008 y, por el otro, por la desaceleración en la actividad económica. No obstante, los esfuerzos de la autoridad fiscal, en el marco de una política fiscal moderadamente anticíclica se orientaron a mantener el gasto público ante una reducción en los ingresos.

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a diciembre de 2009 registró un déficit fiscal de Q9,920.6 millones, equivalente a 3.3% del PIB (déficit de Q4,777.4 millones a diciembre de 2008, equivalente a 1.6% del PIB). Cabe indicar que a diciembre del presente año se registró un déficit primario³¹ de 1.8% del PIB (déficit primario de 0.3% a diciembre de 2008), como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q4,368.5 millones del gasto total, se generó un déficit por Q5,552.1 millones (déficit de Q751.5 millones a diciembre de 2008) y un ahorro corriente de Q2,127.9 millones. Lo anterior es reflejo, principalmente, de la caída registrada en los ingresos tributarios.

³¹ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.



RECUADRO 1
PROGRAMA NACIONAL DE EMERGENCIA Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

El primer semestre de 2009 se caracterizó por una profundización significativa de la crisis económica global que obligó a los gobiernos alrededor del mundo a adoptar medidas extraordinarias para mitigar los efectos de la crisis.

Ante la profundización y prolongación de la crisis mundial, el Gobierno de Guatemala puso en marcha en enero de 2009 el Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), que contempla un conjunto de políticas para estimular la actividad económica, proteger a los grupos más vulnerables y propiciar la generación de empleo, sin generar riesgos para la estabilidad macroeconómica. En esa dirección, en abril de 2009 se realizó el primer reordenamiento presupuestario mediante Acuerdo Gubernativo No.104-2009, para orientar mayores recursos a la implementación del PNERE y ajustar el gasto, tomando en cuenta la disponibilidad de ingresos. En mayo y en agosto fueron emitidos los Acuerdos Gubernativos Números 132-2009 y 225-2009. El primero, referente a establecer cuotas financieras de gasto para el período mayo - agosto de 2009. El segundo, relativo a las cuotas financieras de gasto para el período agosto – diciembre de 2009. Las cuotas establecidas en ambos acuerdos se programaron con el fin de adecuar el gasto a la disponibilidad de recursos.

Por último, en agosto de 2009, mediante Decreto 24-2009 se amplió la emisión de Bonos del Tesoro en Q3,000.0 millones, derivado del desequilibrio financiero provocado por la marcada reducción en los ingresos tributarios.

FUENTE: Cuarto Informe sobre la Política Fiscal en Guatemala. MFP. Agosto de 2009.

Los ingresos totales a diciembre de 2009 registraron un monto de Q33,788.2 millones, inferior en Q1,789.8 millones (-5.0%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 82.1% en relación al total presupuestado para 2009 (99.5% en 2008). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q31,727.5 millones, monto inferior en Q1,630.6 millones (-4.9%) al registrado a diciembre de 2008. La carga tributaria en 2009 se ubicó en 10.4%, inferior a la registrada en 2008 (11.3%).

En lo que se refiere a los gastos totales, a diciembre de 2009, éstos registraron un monto de Q43,708.8 millones, mayores en Q3,353.4 millones (8.3%) respecto al observado en igual período de 2008.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q31,160.5 millones, mayores en Q4,026.1 millones (14.8%) a los del mismo período del año anterior, resultado, principalmente, de los mayores gastos de operación (Q2,390.8 millones), de transferencias corrientes (Q1,292.7 millones) y de intereses de la deuda pública (Q342.6 millones).

Los gastos de capital se situaron en Q12,548.3 millones, menores en Q672.7 millones (-5.1%) a los registrados en igual período de 2008, como resultado de los menores gastos de inversión indirecta por Q709.1 millones (-9.3%), en tanto que los gastos de inversión directa fueron mayores por Q36.4 millones (0.7%).



En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q4,110.1 millones, como resultado de desembolsos por Q6,265.5 millones³² y amortizaciones por Q2,155.4 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q4,388.4 millones, debido a colocaciones de títulos públicos por Q5,171.8 millones y amortizaciones por Q783.4 millones.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a diciembre de 2009, una disminución en la caja fiscal de Q1,422.1 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A DICIEMBRE
AÑOS: 2008-2009
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2008	2009 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	35,578.0	33,788.2	-1,789.8	-5.0
A. Ingresos	35,215.6	33,299.7	-1,915.9	-5.4
1. Ingresos Corrientes	35,184.6	33,288.4	-1,896.2	-5.4
a. Tributarios	33,358.1	31,727.5	-1,630.6	-4.9
b. No Tributarios	1,826.5	1,560.9	-265.6	-14.5
2. Ingresos de Capital	31.0	11.3	-19.7	-63.5
B. Donaciones	362.4	488.5	126.1	34.8
II. Total de Gastos	40,355.4	43,708.8	3,353.4	8.3
A. Funcionamiento	27,134.4	31,160.5	4,026.1	14.8
B. Capital	13,221.0	12,548.3	-672.7	-5.1
III. Déficit o Superávit Fiscal	-4,777.4	-9,920.6	-5,143.2	107.7
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	8,050.2	2,127.9	-5,922.3	-73.6
V. Financiamiento	4,777.4	9,920.6	5,143.2	107.7
A. Financiamiento Externo Neto	849.7	4,110.1	3,260.4	383.7
B. Financiamiento Interno Neto	1,625.6	4,388.4	2,762.8	170.0
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	2,302.1	1,422.1	-880.0	-38.2

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

³² Sobresalen los desembolsos siguientes: a) Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$369.4 millones, de los cuales US\$200.0 corresponden al "Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional" y US\$150.0 millones al "Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional"; y, b) Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$329.4 millones, de los cuales, US\$150.0 corresponden al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas", US\$100.0 millones al "Programa Inversión en Capital Humano" y US\$30.0 millones al "Programa Mi Escuela Progresa".



SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

I. ASPECTOS GENERALES

El diseño e implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2010, se sustenta en el objetivo de promover la estabilidad en el nivel general de precios. Considerando lo anterior, la Junta Monetaria, con base en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y los artículos 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, emitiendo para el efecto la resolución JM-145-2009 del 23 de diciembre de 2009.

En el contexto descrito, la Junta Monetaria consideró que la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009 se llevó a cabo en un escenario internacional complejo, caracterizado por la recesión de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos de América, de la Zona del Euro y de Japón. Adicionalmente, el orden interno, si bien el sistema financiero no experimentó un contagio de la crisis financiera internacional, dada su baja exposición externa, el impacto en la crisis global se transmitió al canal real mediante un menor dinamismo de la actividad económica, contracción de los ingresos tributarios, del comercio exterior y de los ingresos de divisas por remesas familiares y turismo.

Cabe indicar que la reducción observada en el ritmo inflacionario, generó espacios para la implementación de una política monetaria flexible, que fueron cubiertos con la reducción de la tasa de interés líder, dentro de un marco de prudencia y gradualidad, con el propósito de no crear distorsiones en otros precios macroeconómicos; Aunado a ello, consideró que ante los efectos que sobre la economía nacional tuvo la crisis económica internacional, la política fiscal adoptó una postura moderadamente anticíclica, a fin de apoyar la demanda interna durante el segundo semestre del año.

En ese contexto, la Junta Monetaria tomó en cuenta que ante las expectativas de recuperación económica mundial y en un escenario interno en el que la política fiscal continúe siendo moderadamente anticíclica y se fortalezcan las expectativas de los agentes económicos, para 2010 se proyecta que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, registre un crecimiento de entre 1.3% y 2.1%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.6%. Asimismo, el fortalecimiento de las finanzas públicas y la gestión disciplinada de las mismas son fundamentales para que sirvan de apoyo permanente a la conducción de la política monetaria y haga posible la consecución, en un horizonte de 4 años, de una meta de inflación de 4.0% +/- 1.0 punto porcentual.

Con base en las anteriores consideraciones, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010 contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el perfeccionamiento del esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando

la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras.

En el contexto anterior, me refiero a continuación al escenario internacional previsto para 2010, a las perspectivas para los sectores, externo, real, fiscal y monetario y al contenido de la política monetaria para dicho año.

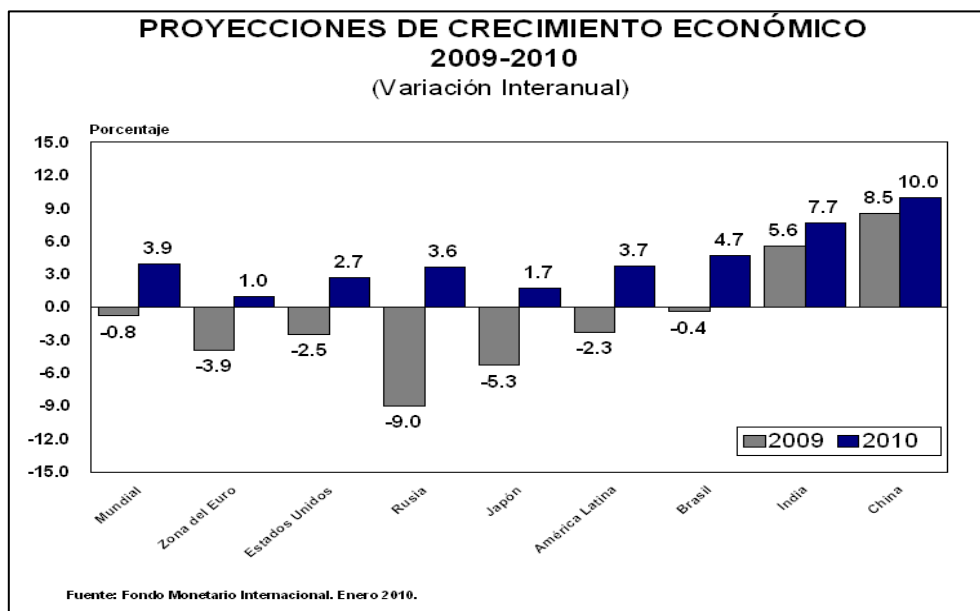
II. CONDICIONANTES DEL ENTORNO EXTERNO

A. DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

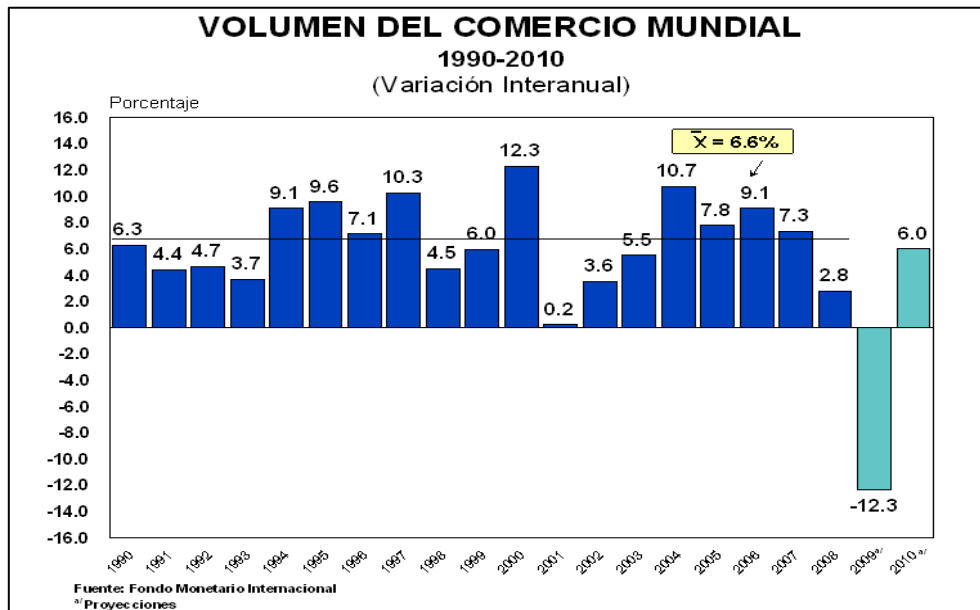
1. Crecimiento económico y principales indicadores

La crisis financiera que se generó en los Estados Unidos de América y que posteriormente se convirtió en una recesión a nivel mundial, sin precedentes en la historia económica reciente, ha comenzado a evidenciar señales de recuperación. En efecto, a partir del segundo trimestre de 2009, la mayor parte de países, tanto desarrollados como en desarrollo, detuvieron el deterioro y, durante el tercer trimestre, 13 de las 15 economías más grandes del mundo evidenciaron crecimientos positivos en su actividad económica.

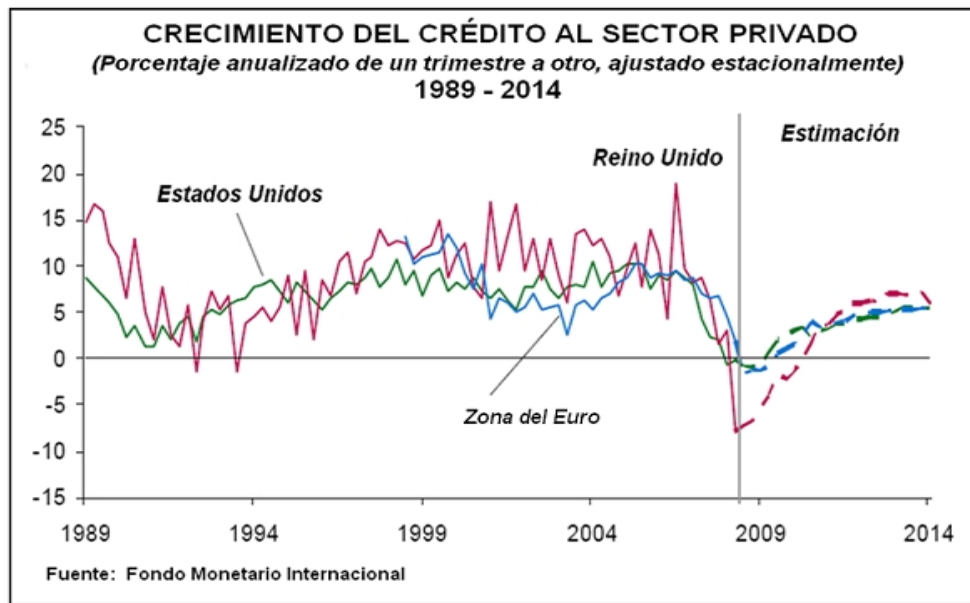
De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2010 las proyecciones sobre el comportamiento de la economía mundial son alentadoras respecto de 2009. Sobre el particular, el FMI prevé que el ritmo de crecimiento económico mundial para 2010 será de 3.9%, superior al esperado para 2009 (-0.8%). Una perspectiva similar se observa tanto para las economías avanzadas como en desarrollo, para las que se proyectan variaciones positivas en su actividad económica para 2010, resaltando los casos de la República Popular China y de India, las cuales continuarán mostrando crecimientos superiores al 5.0%.



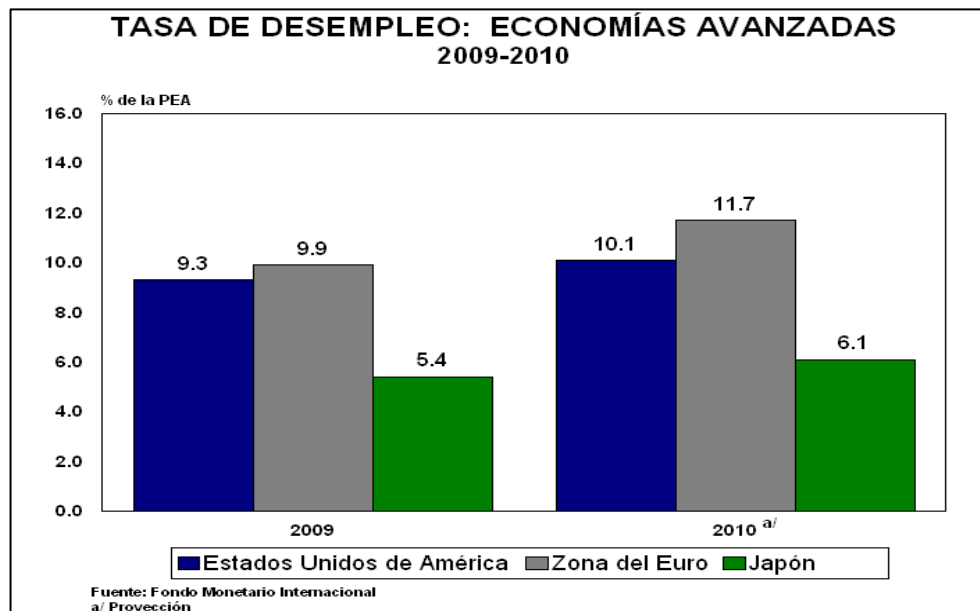
La mejora en las proyecciones de crecimiento económico se ha venido confirmando con la tendencia de algunos indicadores económicos y financieros que hacen prever una recuperación de la actividad económica para 2010, aunque lenta y dispar. En este sentido, las estimaciones de comercio mundial previstas para el próximo año indican que el volumen de comercio mundial crecería 6.0%, cercano al promedio observado durante el período 1990-2008, que ha sido de 6.6%.



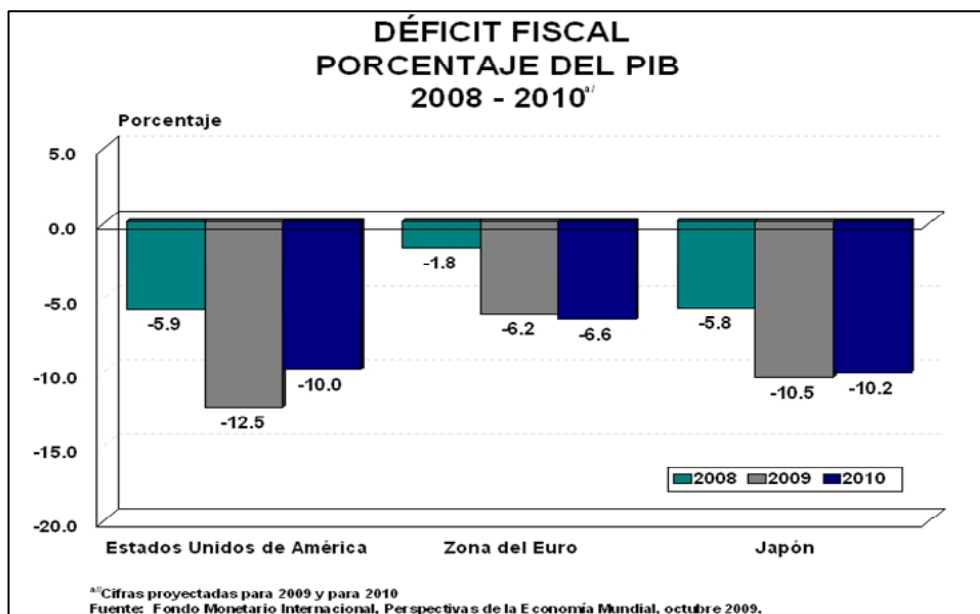
Cabe puntualizar que la recuperación de la actividad económica mundial proyectada para el próximo año continúa siendo débil, en un entorno en el que prevalecen riesgos, especialmente en cuanto a la sostenibilidad. De acuerdo con el FMI, si bien las condiciones de los mercados financieros han mejorado, éstas distan mucho de ser normales. En efecto, el canal crediticio continúa sin reactivarse y se estima que las condiciones crediticias podrían continuar siendo restringidas en las principales economías, debido, principalmente, al deterioro que presentan los balances de diversas instituciones financieras, los cuales de acuerdo con estimaciones del FMI, aún tienen pendiente de absorber un monto de pérdidas similar al registrado. Asimismo, aún se observan, principalmente, en las economías avanzadas, bajos niveles de capitalización y un continuo incremento de la morosidad, por lo que no se prevé una fuerte recuperación del crédito en el corto plazo, lo que podría convertirse en una limitante a la inversión.



Por su parte, el desempleo a nivel mundial continuará elevado durante 2010, aspecto que repercutirá negativamente en el consumo de las familias. En efecto, se prevé que la creación de empleos sea lenta y poco vigorosa, debido a que las empresas tardarán un tiempo en volver a contratar trabajadores. En este inicio de la fase de recuperación del ciclo económico, las empresas tienen margen para aumentar las horas de trabajo de su actual planilla, las cuales disminuyeron considerablemente durante la crisis. De conformidad con estimaciones del FMI, la tasa de desempleo, tanto para los Estados Unidos de América como para la Zona del Euro alcanzaría un nivel de dos dígitos en 2010.



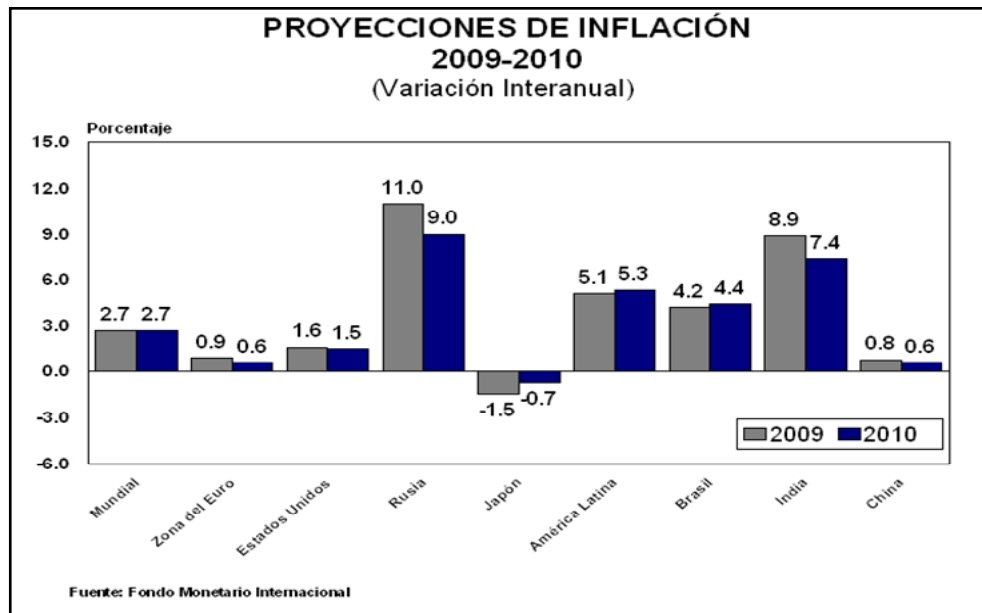
El FMI estima que, dado el escenario previsto, aún es demasiado prematuro para empezar a retirar los estímulos de política fiscal, principalmente los subsidios. De acuerdo con dicho organismo, el proceso de reversión debería esperar hasta que se logre una recuperación sostenida de la demanda privada y una estabilidad financiera firme. En efecto, una estrategia de salida prematura podría detener la recuperación económica; mientras que una estrategia de salida tardía pondría en riesgo la estabilidad fiscal en detrimento de la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, considerando que el ritmo de recuperación económica varía de un país a otro, las estrategias de salida deberán ser distintas, pero el objetivo prioritario debería enfocarse en los planes de consolidación fiscal, especialmente en las economías avanzadas, las cuales mantienen altos déficits fiscales, derivados de las fuertes políticas anticíclicas implementadas durante la crisis.



2. Inflación

De acuerdo con el FMI, el ritmo gradual de recuperación económica apunta a un prologando período de inflación en niveles bajos y a una ligera deflación para algunas economías, en particular para la economía japonesa. Asimismo, debido a la considerable reducción de la producción observada con respecto a su nivel potencial, principalmente en las economías avanzadas, el FMI proyecta que la inflación para dichas economías se ubicará en alrededor del 1.0% en 2010; mientras que para América Latina se prevé que se ubique en 5.3%, ligeramente superior a la estimada para 2009, lo cual estaría asociado, en parte, al aumento previsto de los precios de las materias primas, aspecto que impactaría, en mayor magnitud, a los países importadores netos.

Por su parte, para las economías del bloque BRIC (Brasil, Rusia, India y República Popular China) se estima que la inflación en 2010 se mantendrá en niveles de un dígito.



En la mayoría de países, dado que los riesgos inflacionarios se mantuvieron contenidos en 2009, las autoridades monetarias aplicaron políticas expansivas. Dichas políticas monetarias incluyeron tanto recortes a las tasas de interés de política, hasta un nivel excepcionalmente bajo a fin de combatir la recesión, como intervenciones en los mercados de crédito y de activos para mejorar las condiciones de solvencia y de liquidez de las instituciones financieras. En ese sentido, el FMI estima que dado que se prevé que la inflación permanezca relativamente baja, aunque con una leve tendencia al alza, las referidas tasas de interés de política monetaria podrían comenzar a evidenciar ligeros incrementos a partir del próximo año.



VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS AÑOS 2009 - 2010 (Variación Porcentual)

	2009	2010 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	-0.8	3.9
Economías avanzadas	-3.2	2.1
Estados Unidos de América	-2.5	2.7
Zona del euro	-3.9	1.0
Japón	-5.3	1.7
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	2.0	6.0
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	6.4	8.3
República Popular China	8.5	10.0
India	5.6	7.7
África	1.8	4.2
Oriente Medio	2.2	4.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-2.3	3.7
Brasil	-0.4	4.7
México	-6.8	4.0
Europa Central y del Este	-4.3	2.0
Comunidad de Estados Independientes	-7.5	3.8
INFLACIÓN^{2/}		
Economías avanzadas	0.7	1.1
Estados Unidos de América	1.6	1.5
Zona del euro	0.9	0.6
Japón	-1.5	-0.7
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	5.1	4.6
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	3.5	3.1
República Popular China	0.8	0.6
India	8.9	7.4
África	6.7	6.3
Oriente Medio	6.8	6.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.1	5.3
Brasil	4.2	4.4
México	4.3	3.2
Europa Central y del Este	4.3	3.9
Comunidad de Estados Independientes	10.7	8.6

^{py/} Cifras proyectadas

^{1/} Asia en desarrollo la integran los siguientes países: 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, enero 2010.



RECUADRO 2

¿DEJARÁ EL DÓLAR DE SER LA MONEDA DE RESERVA INTERNACIONAL?

La búsqueda de monedas de reserva internacional ha formado parte del debate económico mundial desde la crisis de 1929, cuando se abandonó el patrón oro. Al respecto, John Maynard Keynes fue uno de los primeros en proponer la creación de una moneda internacional y neutral anclada en una canasta de 30 *commodities*, la cual denominó Bancor. Sin embargo, a partir de los acuerdos de Bretton Woods, el dólar de los Estados Unidos de América se fortaleció como divisa internacional de intercambio y reserva, desempeñando este papel hasta la actualidad.

Recientemente, derivado de la crisis financiera internacional y de la débil posición de la economía de los Estados Unidos de América, se ha intensificado el debate acerca del papel del dólar estadounidense en el escenario mundial. Existe una creciente preocupación por parte de las economías que han acumulado cantidades significativas de activos denominados en dólares, como parte de sus reservas internacionales y fondos soberanos de inversión, debido a que, ante una pérdida de poder de compra del dólar, dichas economías experimentarían una reducción de sus activos. Esta preocupación está asociada a la ampliación de mayores necesidades de financiamiento público de los Estados Unidos de América en un marco de fuerte expansión monetaria. A estos factores coyunturales, se suman tanto los conflictos de intereses creados en torno a la distribución de los beneficios sobre el señoreaje que actualmente tiene la economía estadounidense por ser el emisor monopolístico de la moneda de reserva internacional, así como la incompatibilidad entre el objetivo de política monetaria interna y la provisión de liquidez internacional.

La sustitución del dólar como moneda de reserva internacional podría implicar importantes cambios en la estructura económica y política mundial, por lo que el procedimiento para llevar a cabo la misma debe analizarse cuidadosamente. En efecto, existen diferentes escenarios de cómo el dólar podría dejar de ser la moneda de reserva dominante. El primer escenario posible sería a través de un proceso espontáneo impulsado por la reducción de la demanda de activos de reserva denominados en dólares dirigida por el mercado, conjuntamente con la correspondiente disminución de su utilización en el comercio internacional (incluida la práctica de facturación en dólares), lo que debilitaría su función de unidad de cuenta. Otro escenario posible sería por medio de un esfuerzo coordinado a nivel mundial, evitando así eventuales factores de inestabilidad financiera.

Cabe indicar que en la actualidad ninguna moneda podría reemplazar inmediatamente y por sí sola al dólar. En efecto, el Euro aún no ha logrado una participación significativa en los flujos financieros y comerciales internacionales; el Yuan no podría suplir al dólar estadounidense, debido a que contiene un elevado nivel de regulación cambiaria; sin embargo, diferentes divisas a nivel regional podrían ir ganando espacio en las transacciones comerciales, sustituyendo al dólar como medio de cambio dentro del comercio intrarregional. A un ritmo paulatino, el dólar estadounidense podría compartir su liderazgo mundial con divisas regionales fuertes, como el Yuan, el Euro y el Yen.

Recientemente, algunas economías emergentes, derivado de su creciente relevancia en la economía global y ante la necesidad de una mayor participación de las mismas en el proceso de toma de decisiones de política a nivel internacional, propusieron ampliar el papel de los Derechos Especiales de Giro (DEG), que están compuestos por una canasta de cuatro monedas (Dólar, Euro, Libra Esterlina y Yen) y que son utilizados como divisa internacional por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Una ventaja de impulsar los DEG como moneda de reserva internacional consistiría en permitir a los bancos centrales distribuir los riesgos de sus carteras entre distintas monedas. Asimismo, este tipo de transición podría ser más ordenado, debido a que la participación del dólar dentro de este instrumento posibilitaría una diversificación gradual de la composición de las reservas internacionales. Adicionalmente, si se acordara un mecanismo factible para incrementar la oferta de DEG (en función del crecimiento mundial de la economía y de otros factores relevantes), que fuera administrado por un organismo independiente que fungiera como banco central mundial, podría disminuirse significativamente la necesidad percibida de acumulación prudencial de reservas por parte de los países emergentes.

En ese contexto, las principales alternativas planteadas en cuanto a sustituir el dólar como moneda de reserva internacional, contemplan un proceso por medio del cual, el instrumento de reserva internacional resultante estaría constituido por una canasta de monedas, en la que el dólar continuaría siendo una de las monedas de reserva más importantes del sistema monetario internacional.

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Informe de Inflación Tercer Trimestre de 2009. Julio de 2009



B. ALGUNOS RIESGOS DEL ENTORNO INTERNACIONAL

La recesión económica mundial está cediendo, pero se estima que la actividad económica continuará evolucionando a un ritmo débil. Las medidas adoptadas por muchos países de manera coordinada (en el ámbito monetario y fiscal), así como los esfuerzos para estabilizar los sistemas financieros, han servido para restaurar la confianza, apoyar la demanda interna y reducir los riesgos sistémicos. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas se están recuperando y el comercio mundial se ha estabilizado, luego de una fuerte contracción en el primer semestre de 2009. A pesar de ello, la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y los niveles de desempleo en las economías avanzadas continuarán elevados durante 2010. Los mercados financieros más importantes todavía no se han normalizado, dado que aún dependen de manera significativa de la reactivación del canal del crédito, así como de la actividad económica. Entre tanto, una considerable capacidad ociosa en la economía y los efectos rezagados de la caída de los precios de las materias primas están conteniendo la inflación.

Es importante mencionar que la recuperación económica, luego de recesiones provocadas por colapsos financieros, tendería a ser lenta y prolongada. En particular, en los países desarrollados, el proceso de saneamiento de los balances de los intermediarios financieros y de los hogares, así como el aumento significativo del desempleo, frenarán la demanda por algún tiempo, aunque una notable recuperación en los mercados emergentes, derivada de los estímulos de política fiscal y monetaria, contribuirá a dinamizar el comercio y los precios de las materias primas.

En el horizonte inmediato, las políticas económicas a nivel de países desarrollados deben mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación esté firmemente encauzada y, a su vez, completar el proceso de saneamiento de los balances del sector financiero. La coordinación internacional para el retiro de los estímulos fiscal y monetario será de gran importancia para generar confianza en los agentes económicos. Más allá del corto plazo, los desafíos consisten en alcanzar la estabilidad fiscal y, a nivel mundial, equilibrar la demanda, dado que el crecimiento de los Estados Unidos de América tenderá a seguir siendo débil en comparación con niveles históricos.

Por último, en los países menos desarrollados, que pudieron aplicar medidas de estímulo monetario y fiscal, habrá que decidir cuándo empezar a retirar el estímulo y a qué ritmo.

En general, será apropiado que este proceso comience por el lado fiscal (antes que por el lado de la política monetaria). Retirar el estímulo demasiado pronto acarrearía riesgos, ya que la recuperación mundial aún no está bien afianzada, pero también habría riesgos si se le retira de forma demasiado lenta. Es posible que en un horizonte cercano algunos países registren una fuerte entrada de capitales y, en algún momento, podrían experimentar una apreciación de sus monedas y un sobrecalentamiento de sus economías. En estos casos, el estímulo económico debería retirarse más rápidamente, comenzando por la política fiscal. En otros países, el margen para adoptar medidas de estímulo está casi agotado y lo prudente sería reservarlo en caso de que se materialicen riesgos a la baja. Finalmente, aquellos países



con el menor margen de maniobra fiscal deberán desplegar mayores esfuerzos para focalizar adecuadamente el gasto y proteger a los grupos más vulnerables.

Los desafíos en términos de política económica que enfrentarán las autoridades serán distintos para los diferentes países de América Latina³³, de conformidad con la etapa del ciclo económico en la que se encuentren, la magnitud de los estímulos fiscal y monetario ya proporcionados y el margen de maniobra restante en términos de política macroeconómica. Según el Fondo Monetario Internacional, la región de Centroamérica y República Dominicana enfrenta cinco desafíos de política, los cuales se describen a continuación.

- Recomponer el espacio fiscal. Un desafío para muchos países de América Latina consiste en reducir la deuda pública a niveles más acordes con la estabilidad y el crecimiento de sus economías, en particular para los países que ya tenían niveles de deuda externa elevados previo a la crisis. En general, todos los países que proporcionaron estímulos fiscales discrecionales durante 2009 tendrán que resistir las presiones a mantener un balance fiscal permanentemente más débil.
- Consolidar las bajas tasas de inflación. Conjuntamente con la disminución en el precio de los *commodities*, los índices de precios de la mayor parte de economías de la región se redujeron a niveles cercanos a cero y, en algunos casos, ciertos países experimentaron procesos deflacionarios. No obstante, en el mediano plazo los bancos centrales tendrán el desafío de consolidar niveles de inflación bajos ante el potencial incremento de la actividad económica en el mediano plazo.
- Fortalecer la posición externa. En muchos países, se registró una disminución en los saldos de reservas monetarias internacionales, producto de la salida de capitales y de intervenciones en los mercados cambiarios, con el objeto de moderar la depreciación cambiaria nominal que se registró durante las etapas iniciales de la crisis. No obstante, los bancos centrales tienen el desafío inmediato de fortalecer su posición de reservas internacionales, la cual, en varios países se deterioró durante 2009.
- Mejorar las redes de seguridad financiera y los estándares prudenciales. Varios factores han contribuido a solidificar la posición de los sistemas financieros de América Latina: reservas de capital y de liquidez cuantiosas, modernización de los marcos jurídico, regulatorio y de supervisión y una mejor gestión de riesgo por parte de las instituciones financieras. No obstante, es necesario continuar con mejoras en la regulación prudencial en toda la región, lo cual es un desafío regulatorio que es necesario abordar.
- Propiciar reformas que faciliten aumentar la productividad. El nivel de productividad del promedio de economías de Latinoamérica se encuentra muy por debajo del de las economías emergentes

³³ Perspectivas económicas Las Américas. Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora? FMI. Octubre de 2009.

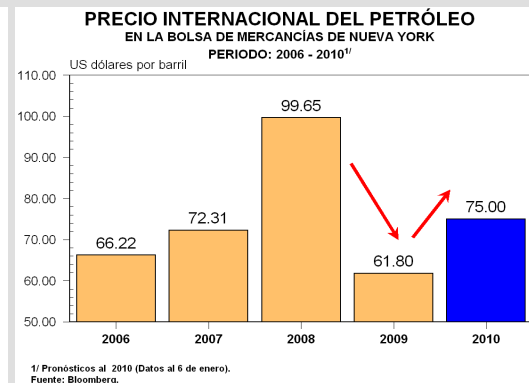
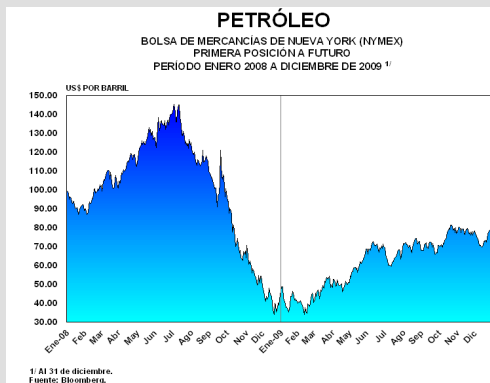


de Asia, por lo que los países de la región tienen el desafío de propiciar reformas que incrementen la productividad con el propósito de generar un incremento sostenible del crecimiento económico en el mediano plazo y reducir el nivel de pobreza de sus habitantes.

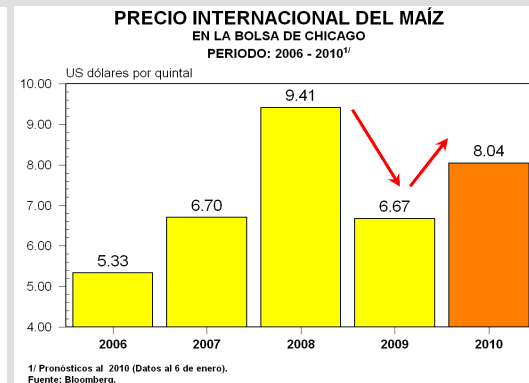
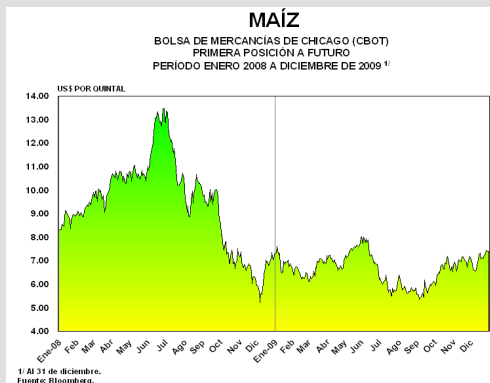
RECUADRO 3

PRINCIPALES TENDENCIAS DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO, DEL MAÍZ Y DEL TRIGO

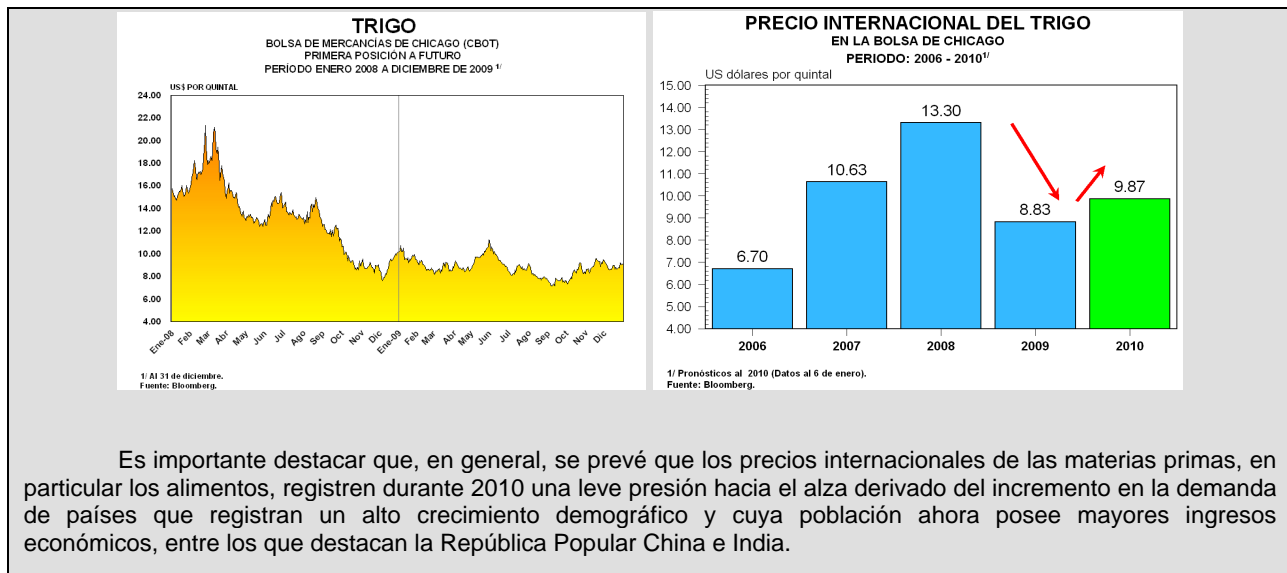
El precio promedio internacional del petróleo registró una tendencia creciente durante 2009, situándose al 31 de diciembre en US\$61.80 por barril, inferior en 38.0% respecto del precio promedio registrado durante 2008. Para 2010, se estima que el precio promedio internacional del crudo se ubique en US\$75.00 por barril, superior en 21.4% respecto del precio promedio de 2009. El incremento esperado en el precio internacional del petróleo es resultado de las expectativas en cuanto a un aumento en la demanda, como resultado de la leve recuperación económica de países industrializados y de algunas economías emergentes; de la reducción esperada de los inventarios de petróleo ante un nivel de producción similar al de 2009; y, de la depreciación prevista del dólar estadounidense respecto de otras monedas, factor que incentiva la participación de las firmas de inversión en el mercado de energéticos.



En lo que respecta al precio promedio internacional del maíz, durante 2009 éste se situó en US\$6.67 por quintal, inferior en 29.1% respecto del observado en 2008. Para 2010, se estima que el precio promedio internacional del maíz se ubique en aproximadamente US\$8.04 por quintal, lo que significa un incremento de 20.5% respecto del precio promedio registrado el año previo. El alza esperada en el precio del grano está asociada al incremento en la demanda, situación que reducirá los inventarios mundiales, ya que el nivel de la producción mundial para la cosecha 2009-2010 (790.2 millones de toneladas) es similar al registrado en la cosecha previa (2008 - 2009).



Por último, el precio promedio internacional del trigo durante 2009 se situó en US\$8.83 por quintal, inferior en 33.6% respecto del precio medio registrado el año previo. Para 2010 se espera que el precio promedio se sitúe en US\$9.87 por quintal, superior en 11.8% respecto del precio del año previo. El alza esperada en el precio del trigo, obedece a la recuperación prevista en la demanda del cereal, la cual será cubierta en parte por un adecuado nivel de inventarios mundiales, luego de la producción mundial récord registrada durante las últimas dos cosechas.



III. CONDICIONANTES DEL ENTORNO INTERNO

A. LOS ESCENARIOS DE LA POLÍTICA FISCAL

Derivado de que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010, que en su oportunidad elevara a su consideración el Organismo Ejecutivo, el presupuesto que actualmente regiría para 2010 es el que se encuentra vigente para el presente año.³⁴ Con el propósito de tener un panorama del posible desempeño de las finanzas públicas para 2010, a continuación se presenta una descripción de tres escenarios posibles que toman como referencia el proyecto de Presupuesto propuesto, el cual era congruente con el Acuerdo *Stand-By* precautorio acordado con el Fondo Monetario Internacional, que se caracteriza por un incremento moderado del gasto público en relación con el cierre fiscal estimado de 2009 y un déficit fiscal equivalente a 3.1% del PIB.

1. Escenario Uno

Este escenario supone que el Gobierno Central no obtendría los recursos necesarios para financiar el gasto previsto, por lo que el gasto público tendría que reducirse y la política fiscal estaría actuando de manera procíclica, sin generar un estímulo por esa vía para la recuperación de la actividad económica. El déficit fiscal sería inferior a 3.1% del PIB.

³⁴ Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009, Decreto Número 72-2008 del Congreso de la República, modificado por el Decreto Número 26-2009 emitido por dicho organismo.



2. Escenario Dos

Conforme a este escenario, el Gobierno Central obtendría un monto de ingresos tributarios mayor al contemplado, lo que le permitiría un mayor aumento del gasto, sin afectar el nivel de déficit contemplado, o bien ejecutar el monto de gasto contemplado con un menor déficit fiscal y, por ende, un menor endeudamiento público.

3. Escenario Tres

Este escenario es consistente con lo establecido en el Acuerdo *Stand By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional, en abril del presente año y se caracteriza por un aumento moderado del gasto público, consistente con un déficit fiscal equivalente al 3.1% del PIB, para continuar implementando una política fiscal moderadamente anticíclica. Este escenario supone la obtención de fuentes de financiamiento necesarias para el referido déficit, incluyendo la colocación de Bonos del Tesoro con dos posibles opciones, las cuales se describen a continuación.

a) Opción 1

En esta opción, la ejecución presupuestaria registraría un crecimiento en los ingresos y donaciones de Q2,421.0 millones (7.3%) respecto al 2009, mientras que el gasto total aumentaría Q2,051.3 millones (4.7%), destacando el mayor gasto de funcionamiento, el cual crecería Q3,781.6 millones (12.2%). Por su parte, el gasto de capital sería menor en Q1,730.3 millones (13.6%). El déficit fiscal se situaría en Q10,201.5 millones (equivalente a 3.1% del PIB), el cual sería coherente con el Acuerdo *Stand-By* con el FMI y reflejaría los esfuerzos de una política fiscal moderadamente anticíclica. En lo que corresponde al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q4,500.0 millones, mientras que el financiamiento externo neto ascendería a Q4,502.7 millones, como resultado de desembolsos por Q6,712.3 millones y amortizaciones por Q2,209.5 millones. Por último, se estima una utilización de recursos de caja por Q1,198.8 millones, lo que constituiría una fuente de monetización de origen interno, la cual tendría un mayor impacto en el segundo y tercer trimestres de 2010.



Opción 1

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2009 - 2010
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2009 e/	TRIMESTRE				2010 py/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	33,035.4	8,563.2	8,614.3	9,099.0	9,179.9	35,456.4	2,421.0	7.3
A. Ingresos (1+2)	32,649.8	8,394.8	8,316.4	8,580.8	8,866.5	34,158.5	1,508.7	4.6
1. Ingresos Corrientes	32,632.2	8,394.8	8,314.4	8,574.3	8,842.9	34,126.4	1,494.2	4.6
a. Tributarios	31,046.5	8,130.3	7,919.8	8,224.6	8,233.1	32,507.8	1,461.3	4.7
b. No Tributarios	1,585.7	264.5	394.6	349.7	609.8	1,618.6	32.9	2.1
2. Ingresos de Capital	17.6	0.0	2.0	6.5	23.6	32.1	14.5	82.4
B. Donaciones	385.6	168.4	297.9	518.2	313.4	1,297.9	912.3	236.6
II. TOTAL DE GASTOS	43,606.6	11,113.8	10,444.5	12,545.7	11,553.9	45,657.9	2,051.3	4.7
A. De Funcionamiento	30,920.2	8,623.2	7,987.8	9,263.8	8,827.0	34,701.8	3,781.6	12.2
B. De Capital	12,686.4	2,490.6	2,456.7	3,281.9	2,726.9	10,956.1	-1,730.3	-13.6
III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL	-10,571.2	-2,550.6	-1,830.2	-3,446.7	-2,374.0	-10,201.5	369.7	-3.5
IV. FINANCIAMIENTO NETO	10,571.2	2,550.6	1,830.2	3,446.7	2,374.0	10,201.5	-369.7	-3.5
A. Interno	4,388.4	1,179.1	573.9	656.8	2,090.2	4,500.0	111.6	2.5
B. Externo	4,072.4	3,363.3	156.5	1,016.0	-33.0	4,502.7	430.3	10.6
C. Variación de Caja	2,110.4	-1,991.8	1,099.8	1,773.9	316.8	1,198.8	-911.6	-43.2
(-) aumento (+) disminución								
Carga tributaria	10.1					9.9		
Déficit/PIB	-3.4					-3.1		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas.

py/ Cifras proyectadas

b) Opción 2

En esta opción se asume que el Gobierno Central colocaría, en el mercado internacional, Bonos del Tesoro por US\$500.0 millones, posibilidad que también está contemplada en el Acuerdo *Stand-By*. En lo que respecta a los ingresos y gastos totales, éstos son iguales a los del Escenario Uno, por lo que los indicadores fiscales no tienen variación alguna. El financiamiento interno neto se ubicaría en Q400.0 millones, mientras que el financiamiento externo neto sería de Q8,602.7 millones, resultado de desembolsos por Q6,712.3 millones, negociación de Bonos del Tesoro por Q4,100.0 millones (US\$ 500.0 millones) y amortizaciones por Q2,209.5 millones. Al igual que en el Escenario Uno, el uso de caja proyectado sería de Q1,198.8 millones.



Opción 2

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2009 - 2010
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2009 e/	TRIMESTRE				2010 py/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	33,035.4	8,563.2	8,614.3	9,099.0	9,179.9	35,456.4	2,421.0	7.3
A. Ingresos (1+2)	32,649.8	8,394.8	8,316.4	8,580.8	8,866.5	34,158.5	1,508.7	4.6
1. Ingresos Corrientes	32,632.2	8,394.8	8,314.4	8,574.3	8,842.9	34,126.4	1,494.2	4.6
a. Tributarios	31,046.5	8,130.3	7,919.8	8,224.6	8,233.1	32,507.8	1,461.3	4.7
b. No Tributarios	1,585.7	264.5	394.6	349.7	609.8	1,618.6	32.9	2.1
2. Ingresos de Capital	17.6	0.0	2.0	6.5	23.6	32.1	14.5	82.4
B. Donaciones	385.6	168.4	297.9	518.2	313.4	1,297.9	912.3	236.6
II. TOTAL DE GASTOS	43,606.6	11,113.8	10,444.5	12,545.7	11,553.9	45,657.9	2,051.3	4.7
A. De Funcionamiento	30,920.2	8,623.2	7,987.8	9,263.8	8,827.0	34,701.8	3,781.6	12.2
B. De Capital	12,686.4	2,490.6	2,456.7	3,281.9	2,726.9	10,956.1	-1,730.3	-13.6
III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL	-10,571.2	-2,550.6	-1,830.2	-3,446.7	-2,374.0	-10,201.5	369.7	-3.5
IV. FINANCIAMIENTO NETO	10,571.2	2,550.6	1,830.2	3,446.7	2,374.0	10,201.5	-369.7	-3.5
A. Interno	4,388.4	0.0	0.0	300.0	100.0	400.0	-3,988.4	-90.9
B. Externo	4,072.4	3,363.3	4,256.5	1,016.0	-33.0	8,602.7	4,530.3	111.2
C. Variación de Caja	2,110.4	-812.7	-2,426.3	2,130.7	2,307.0	1,198.8	-911.6	-43.2
(-) aumento (+) disminución								
Carga tributaria	10.1					9.9		
Déficit/PIB	-3.4					-3.1		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas.

py/ Cifras proyectadas

B. EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

El papel de las expectativas de los agentes económicos es clave en el proceso de recuperación económica, dado que una mejora en las expectativas de crecimiento fomentaría la confianza del sistema bancario para el otorgamiento de crédito al sector privado, lo que a su vez propiciaría el crecimiento del consumo, de la inversión y de la actividad económica, en general. En este sentido, la mejor contribución de la política monetaria al crecimiento económico sostenido es propiciar una inflación baja y estable, anclando las expectativas inflacionarias a la meta de inflación de mediano plazo del Banco Central, en el marco de una política monetaria prudente y atenta al desarrollo del entorno macroeconómico tanto interno como externo.

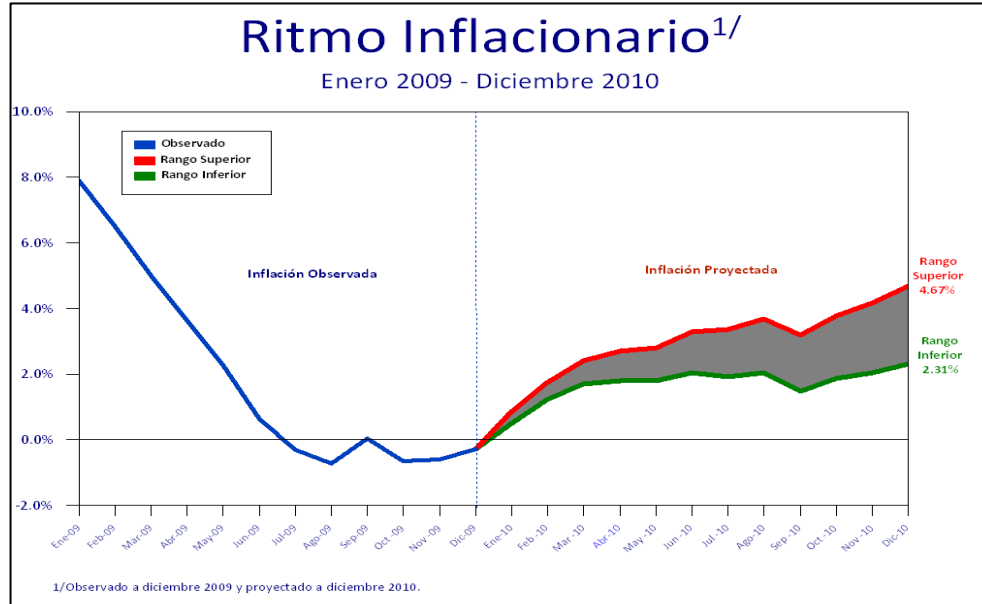
C. LAS PROYECCIONES Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Proyección econométrica de inflación para 2010

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a noviembre de 2009 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, se proyecta para finales de 2010 un ritmo inflacionario total de 4.80%. Los principales supuestos que dan sustento a dicho pronóstico se refieren a la moderada recuperación de la demanda interna, al leve incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de las materias primas.

- **Análisis de sensibilidad de la proyección de inflación para 2010**

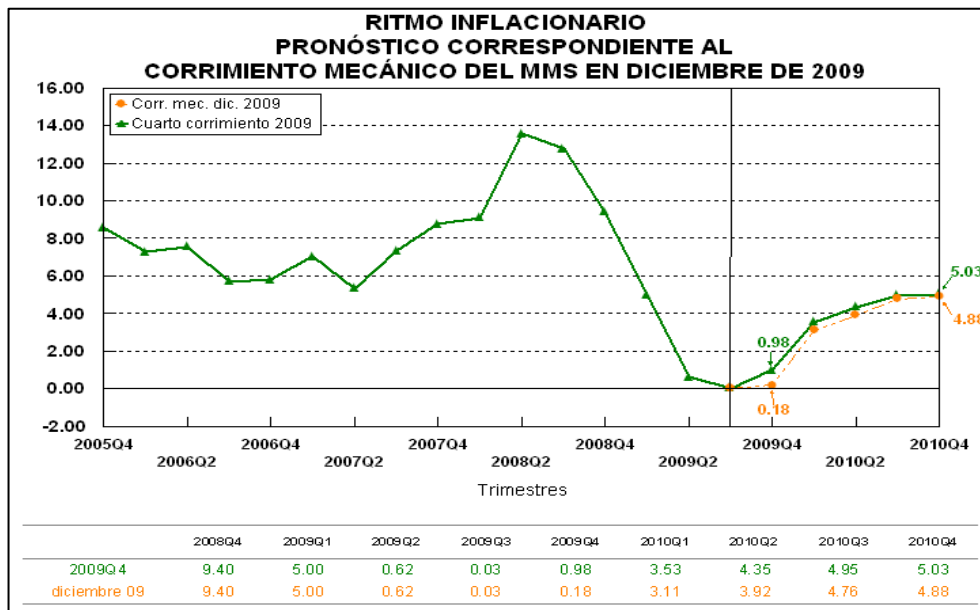
Tomando en cuenta los factores arriba mencionados, se construyó un escenario en el cual la inflación responde en parte a un comportamiento similar al de años previos (esto se conoce como un modelo imperfecto basado en expectativas adaptables) para ello se asume un porcentaje de 50.0% de las variaciones intermensuales del índice de precios al consumidor, que incidiría en el pronóstico de inflación para 2010, bajo este supuesto se prevé que el ritmo inflacionario podría ubicarse entre un rango de 2.31% y 4.67%.





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

El Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) del Banco de Guatemala, de acuerdo con los resultados del corrimiento mecánico realizado en diciembre de 2009, pronostica una tasa de inflación interanual de 4.88% para diciembre de 2010.





RECUADRO 4

POLÍTICA MONETARIA Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La publicación en 1936 de la Teoría General, el Interés y el Dinero de John Maynard Keynes generó un intenso debate acerca de la efectividad de la política monetaria para impulsar la recuperación de la economía durante una recesión. Al respecto, cabe indicar que los economistas posteriores a Keynes aducen que la gestión monetaria no sólo es importante, sino efectiva para propiciar la recuperación económica, por lo que demandan del banco central la implementación de una política monetaria laxa que se traduzca en reducciones de la tasa de interés y en aumentos del crédito bancario al sector privado para incentivar la actividad productiva. En contraposición a estos argumentos, otro grupo de economistas, influenciados por el monetarismo de Milton Friedman y la escuela de Expectativas Racionales de Robert Lucas, consideran que una política monetaria expansiva durante la fase de recuperación no sólo es inefectiva sino contraproducente, ya que genera presiones inflacionarias que podrían contrarrestar el aumento de la actividad económica. Al respecto, es importante exponer los argumentos a favor y en contra, respecto de la aplicación de la política monetaria en la fase expansiva del ciclo económico.

Los partidarios del activismo monetario aducen que el aumento de la oferta monetaria se traduce en una reducción de la tasa de interés, lo que aumenta la disponibilidad de crédito mucho más barato. Las tasas de interés más bajas hacen posible que los empresarios demanden crédito y emprendan nuevos proyectos productivos.

La implementación de la política monetaria para promover crecimiento de una economía ha sido criticada debido a que omite los factores siguientes: en el mercado financiero durante las recesiones se acentúan las rigideces de oferta y demanda de crédito que reducen la disponibilidad de crédito y evitan que el mismo sea más barato. Además, no es cierto que durante la fase de recuperación no existan presiones inflacionarias, lo que sucede es que éstas no son tan intensas como cuando la economía está en plena expansión.

En lo referente a las rigideces que afectan a la oferta de crédito, es preciso mencionar que los mercados financieros, especialmente los de los países en desarrollo, operan con información asimétrica y con riesgo moral, lo que puede generar el problema de selección adversa y, por ende, incrementar la cartera en mora de los intermediarios financieros. La información asimétrica implica que el prestatario tiene cierta información privilegiada acerca del uso que dará a los fondos que le proporcionará el banco, mientras que el riesgo moral significa que un agente económico asume un riesgo excesivo en la búsqueda de ganancias anormales, lo cual es común observar durante las recesiones. Estos factores pueden inducir a un banco a conceder financiamiento a proyectos con alto rendimiento y mucho riesgo, lo que pone en peligro la cartera de dicho intermediario financiero. Para evitar un aumento desmedido de su cartera en mora o incluso su insolvencia, los bancos son mucho más selectivos para otorgar crédito durante las recesiones y reducen la oferta del mismo. Además, los bancos intensifican el monitoreo de los prestatarios, lo que se traduce en un aumento del costo del crédito. Lo mencionado implica que el incremento de la oferta de dinero no conlleva necesariamente un aumento de la oferta de crédito, ni la reducción del costo del mismo.

Por otra parte, las rigideces de demanda también inciden negativamente sobre la efectividad de la política monetaria. La forma más sencilla de visualizar esto es a través del Valor Presente Neto de la inversión, el cual indica que cuando se desea emprender un proyecto de inversión, se compara el rendimiento esperado de dicha inversión con la tasa de interés a la cual se obtienen los fondos bancarios. Cuando el rendimiento esperado es mayor que la tasa de interés de mercado, es beneficioso emprender la inversión. Como la evidencia empírica indica, para incentivar la demanda de crédito en una recesión, aun en la fase de recuperación, la tasa de interés de mercado debería ser cero o negativa, lo que implica aumentos extraordinarios de la oferta monetaria. Esto se debe a que el cálculo de los rendimientos esperados de una inversión es un proceso subjetivo y durante una recesión priva el pesimismo. Por lo que es casi imposible incentivar la inversión en una recesión sin poner en serio peligro la estabilidad de precios.

De lo anterior se deduce que una política monetaria muy expansiva durante la fase de recuperación puede aumentar las expectativas de inflación. Esto hace poco probable que sea óptimo emprender nuevos proyectos de inversión productiva, debido a que éstos se financian con la tasa de interés de largo plazo, pero al aumentar la tasa esperada de inflación también la prima por riesgo inflacionario aumentará, lo que implica que la tasa de interés de largo plazo será más alta y, por ende, reducirá la posibilidad de financiar nuevas inversiones.



En la medida en que las presiones inflacionarias se intensifican durante la fase de recuperación, también aumenta la volatilidad de los precios relativos y, por lo tanto, aumenta la incertidumbre, lo que induce a emprender menos inversiones. Esto se debe a lo que la teoría económica llama “la extracción del signo”, que consiste en que los inversionistas no tienen certeza de si lo que ha mejorado es el precio relativo del bien que producen o son los precios, en general, los que están subiendo. Esta confusión explica la renuencia a invertir que se ha observado en las economías con inflación creciente. Además, la volatilidad mencionada de los precios relativos distorsiona la información que los mismos transmiten a los agentes económicos en una economía de mercado, por lo que muchas decisiones de producción y consumo serán erróneas e insostenibles, es decir, la inflación creciente genera ineficiencia en la asignación de recursos que reducirán el crecimiento económico en el futuro.

Como se aprecia, la mejor contribución que un banco central puede hacer para coadyuvar a la plena y sostenida recuperación económica es la estabilidad de precios, ya que ésta reduce la incertidumbre, propicia la eficiente asignación de recursos y promueve la confianza tanto de los inversionistas como de los consumidores. Esto implica que el banco central debe orientar sus esfuerzos y estructurar su gestión monetaria para alcanzar tasas de inflación bajas y estables.

Lo mencionado significa que el objetivo fundamental de la política monetaria debe ser la estabilidad del nivel general de precios. Esto implica, además, que el banco central utilice la tasa de inflación como ancla nominal, lo que coadyuva a que la gestión monetaria sea más efectiva y eficiente, ya que la información proporcionada por la autoridad monetaria será incorporada por los agentes económicos en sus decisiones de consumo, ahorro, producción y empleo. Cuando un banco central logra este grado de credibilidad y transparencia se considera que ha “anclado las expectativas de los agentes económicos”.

El anclaje de las expectativas demanda que la autoridad monetaria adopte una meta cuantitativa de inflación y se comprometa a alcanzarla en un horizonte determinado. Esto se conoce en la literatura económica como “*Inflation Targeting*” o Régimen de Metas Explícitas de Inflación. El anclaje de las expectativas de los agentes económicos a través del uso de la tasa de inflación como ancla nominal y la adopción de metas explícitas de inflación que el banco central debe alcanzar, restringe al banco central a contar con un solo objetivo: la estabilidad del nivel general de precios.

En efecto, la evidencia empírica muestra que la política monetaria no puede estar orientada a alcanzar dos objetivos distintos. Los casos más ilustrativos son el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos de América. En el caso del Banco Central Europeo, el tener la estabilidad financiera como objetivo subsidiario de la estabilidad de precios podría implicar la pérdida del control de la inflación si adopta una política monetaria excesivamente laxa orientada a asistir a bancos insolventes. Por otra parte, la Reserva Federal estadounidense cuenta con los objetivos de mantener la estabilidad de precios y el pleno empleo, los cuales circunstancialmente pueden ser inconsistentes. Esto se debe a que los niveles de producción y el empleo no sólo dependen de tasas de interés bajas, sino de condiciones como flexibilidad salarial, así como de la confianza y certeza de los inversionistas sobre el rumbo esperado de la economía, por lo que una política monetaria expansiva no necesariamente incentiva la producción y el empleo, pero, en el largo plazo, sí puede generar un aumento de la inflación.

En síntesis, una política monetaria eficaz y efectiva es la que se sustenta en la elección y uso apropiados del ancla nominal, lo que requiere que al banco central se le asigne un sólo objetivo, el cual es la estabilidad de precios. Es importante puntualizar que la inflación baja y estable constituye el escenario macroeconómico adecuado para que los agentes económicos tomen decisiones en materia de consumo, ahorro, producción y empleo, los cuales sustentan el crecimiento y desarrollo ordenado de toda economía.

Fuente: Bernanke, Ben and Michael Woodford. (2009). The Inflation-Targeting Debate. National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA. Mishkin, Frederic. (2009). Monetary Policy Strategy. The MIT Press, Cambridge, USA. Keynes, John M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. BNPublishing, New York, USA. Koo, Richard C. (2009). The Holy Grail of Macroeconomics, Revised Edition: Lessons from Japans Great Recession. Norton, New York, USA.



Tomando en cuenta los condicionantes del entorno externo y del entorno interno, así como la importancia de apuntalar el anclaje de las expectativas inflacionarias de acuerdo con la meta respectiva y considerando que las proyecciones y los pronósticos de inflación, tanto econométricas como del Modelo Macroeconómico Semiestructural que indican que la inflación se estaría situando alrededor de dicho valor, se considera aconsejable mantener el nivel central de la meta de inflación para 2010 en 5.0% +/- 1 punto porcentual. Adicionalmente, el hecho de no modificar la meta de inflación contribuye, por una parte, a fortalecer la credibilidad de la política monetaria y, por la otra, a evitar que en un escenario de moderada recuperación económica y de niveles ligeramente superiores de precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas e insumos, la política monetaria inicie un proceso de ajuste que podría incidir en la referida recuperación económica. Este argumento también abonaría a la conveniencia de confirmar el valor central de la meta de mediano plazo en 4.0% y mantener en el mismo nivel de 2008 el valor central de la meta para 2011, tomando en cuenta que todavía persiste incertidumbre en el contexto internacional, en particular en los ámbitos económico y financiero.

Por otro lado, en relación con la política cambiaria, si bien para 2010 las expectativas anticipan un proceso de recuperación económica mundial, se estima que la actividad económica continúe evolucionando a un ritmo débil, toda vez que la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y se prevé que los niveles de desempleo en las economías avanzadas continúen elevados. En ese contexto, persiste cierta incertidumbre respecto a la recuperación de los flujos de capital privado al país, por lo que el objetivo en un marco de flexibilidad cambiaria debiera ser, continuar procurando preservar la posición externa y reducir volatilidad excesiva del tipo de cambio que pueda poner en riesgo la meta de inflación y la estabilidad financiera y externa de la economía, por tal motivo deberá considerarse el mantener los mecanismos de participación vigentes.

IV. POLÍTICA MONETARIA CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

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 está determinada para alcanzar 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 por 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 relevancia la determinación y el anuncio de metas de inflación que permitan orientar las expectativas de inflación de los agentes económicos en el corto y en el mediano plazos, de manera consistente con el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios. El establecimiento de metas de corto y mediano plazos facilita que las referidas expectativas se anclen a las citadas metas, por lo que la meta de mediano plazo se establece en 4.0% +/- 1.0 punto porcentual con un horizonte de convergencia de 4 años. Para diciembre de 2010 se establece una meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual, y para diciembre de 2011 se establece una meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual.

B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas que utiliza la autoridad monetaria 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 en el horizonte relevante.

1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre de 2010 y para diciembre de 2011, cuyo cálculo se efectúa con base en la metodología del Banco de Guatemala.

2. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre de 2010 y para diciembre de 2011, comparándolo con las metas de inflación establecidas para esos mismos años.

3. Tasa de interés parámetro

Con el fin de buscar 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 (Tasa Taylor ajustada), comparándola con el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

4. Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

Se dará seguimiento a los pronósticos de inflación del MMS para diciembre de 2010 y de 2011, los cuales se estarán comparando con las metas de inflación establecidas para esos mismos años.

5. 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 de inflación al panel de analistas privados.

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

La tasa de interés prescrita 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 política monetaria se estará comparando con la tasa de interés prescrita por el MMS dentro de un corredor.

C. VARIABLES DE SEGUIMIENTO

1. Emisión monetaria

A fin de monitorear los niveles de liquidez primaria, se dará seguimiento a la emisión monetaria en relación con un corredor programado.

2. Base monetaria amplia

En lo relativo a la base monetaria amplia, compuesta por el numerario en circulación, la reserva bancaria y el saldo de operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario, se dará seguimiento a su evolución en relación con un corredor programado.

3. Medios de pago

Congruente con la estimación del crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la estimación de la velocidad de circulación del dinero, se estima que los medios de pago totales (M2) crecerían a finales de 2010 en un rango de entre 10.0% y 12.0%, en términos interanuales. Dicha estimación podría variar en función de los cambios que se observen en los flujos reales y financieros de la economía. El seguimiento de esta variable se orientará a evaluar si su evolución observada a lo largo del año es compatible con la referida estimación de crecimiento interanual.

4. Crédito bancario al sector privado

Consistente con el crecimiento de los medios de pago, se proyecta que el crecimiento del crédito bancario total al sector privado alcance a finales de 2010 un rango de entre 6.0% y 8.0%, en términos interanuales. Dicha estimación podría variar en función de los cambios que se observen en los flujos reales y financieros de la economía. El seguimiento de esta variable se orientará a evaluar si su evolución observada a lo largo del año es compatible con la referida estimación de crecimiento interanual.



D. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, contemplado en el artículo 3 de su ley orgánica, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir su participación tanto en el mercado monetario como en el Mercado Institucional de Divisas (mercado cambiario).

1. Enfoque en el objetivo fundamental

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

2. Realización de operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación

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 por parte del Banco Central, con los sectores financiero, público y privado no financiero, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado con el sector 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.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, siempre que dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia.

E. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Mercado monetario

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

En 2010 el Banco Central continuará utilizando la tasa de interés líder para dar a conocer la postura de la política monetaria.



b) Operaciones de estabilización monetaria

En 2010 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, ya que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir, como se indicó, con el objetivo fundamental de promover la estabilidad del nivel general de precios.

En 2010 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:

- **Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones en forma directa con bancos y sociedades financieras, al plazo de 7 días.

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

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de las casas de bolsa, al plazo de 7 días.

- **Licitaciones**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país y en forma directa, para lo cual se convocará a las licitaciones por fechas de vencimiento, con cupos determinados, cuyos vencimientos sean de hasta un año.

- **Ventanilla**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones con entidades del sector público y con el sector privado no financiero.

c) Otros instrumentos de política monetaria

i) Encaje bancario

Dado que las entidades bancarias mantienen excedentes razonables de encaje bancario, se mantiene vigente la tasa de encaje en 14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

ii) Prestamista de última instancia

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



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 de 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.

iv) Operaciones de inyección de liquidez por medio de la MEBD

El Banco de Guatemala continuará colocando posturas de inyección de liquidez en la MEBD.

v) 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.

2. Mercado Institucional de Divisas

a) Regla de participación

Se mantiene vigente lo dispuesto en resoluciones JM-22-2009, JM-85-2009 y JM-92-2009.

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

En 2010 se estima prudente que el Banco de Guatemala continúe 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 establecido en la resolución JM-99-2004.

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

1. Continuar con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Un elemento importante en el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores lo constituye la información y la transparencia con la que se realizan las operaciones en dicho mercado. Para tal efecto, al igual que en 2009, los bancos del sistema y sociedades financieras deberán continuar informando al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con depósitos a plazo y con bonos del tesoro o con los certificados representativos de tales bonos en el mercado bursátil y extrabursátil, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.



2. Contratos *forward* de divisas

Para 2010 se considera conveniente que las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas continúen informando al Banco de Guatemala, diariamente, las características financieras de los contratos adelantados (*forward*), en la forma que establezca el Banco Central, de manera que una vez consolidada dicha información, éste proceda a ponerla a disposición de los participantes, en su sitio de internet.

3. Coordinación con la política fiscal

A fin de consolidar la eficacia y credibilidad de la política macroeconómica, es preciso seguir fortaleciendo la coordinación institucional mediante el Grupo de Trabajo Banco de Guatemala – Ministerio de Finanzas Públicas, creado en 2002 por ambos entes, con el propósito de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal cumplir con sus objetivos en materia de estabilidad macroeconómica.

4. 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 el diseño y orientación de la política monetaria y las acciones tomadas para la ejecución de dicha política, para el logro del objetivo fundamental del Banco Central. Asimismo, a efecto de generar 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 tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2010

FECHA
10 DE FEBRERO
24 DE MARZO
28 DE ABRIL
23 DE JUNIO
28 DE JULIO DE
29 DE SEPTIEMBRE
27 DE OCTUBRE
24 DE NOVIEMBRE



V. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2010³⁵

A. DEL SECTOR REAL

Después de que la economía mundial experimentó un periodo recesivo que se acentuó durante el primer semestre de 2009, las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas mejoraron, dando indicios de alguna recuperación; no obstante, existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación se perfila moderado. En ese contexto, de acuerdo con las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)³⁶, se prevé que América Latina muestre una tasa de crecimiento económico de 2.9% en 2010 (-2.5% en 2009) y que la economía de los Estados Unidos de América crezca 1.5% en 2010 (-2.7% en 2009).

Para 2010, según estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales estaría registrando un crecimiento de entre 1.3% y 2.1%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.6%.

El comportamiento esperado para la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, en un contexto de perspectivas moderadas de reactivación de la demanda externa de los principales socios comerciales de Guatemala, particularmente, por la recuperación que experimentarían las economías de los Estados Unidos de América, de Centroamérica y de la Zona del Euro; en la recuperación del comercio mundial; en el crecimiento de las exportaciones, de las importaciones, de la inversión extranjera directa, así como de los ingresos de divisas por remesas familiares y por turismo.

En el orden interno, la estimación estaría apoyada por el mantenimiento de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, ésta última con un moderado sesgo anticíclico; por niveles de inflación moderados; por una aceleración del crédito bancario al sector privado; y, por el mayor dinamismo de la mayoría de actividades económicas.

A nivel de actividades económicas que, con excepción de la *Construcción*, cuyas tasas continuarían siendo negativas; se proyectan crecimientos positivos, en la mayoría de casos, superiores a las de 2009, como se describe a continuación.

En la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.5% en el PIB) el crecimiento de 2.5% estimado es superior al de 2009. Este comportamiento, según apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores y del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), estaría influenciado, principalmente, por la recuperación de la producción de

³⁵ Es importante advertir que las proyecciones y pronósticos, incluidas en el presente apartado consideran, por una parte, las estimaciones actualizadas de los sectores externo, fiscal y monetario, basadas en la última información disponible y, por la otra, las perspectivas económicas mundiales más recientes formuladas por el FMI, las cuales conllevan el riesgo de ser revisadas y eventualmente modificadas.

³⁶ Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 2009.



cultivos no tradicionales, particularmente de maíz, de frijol y de hortalizas, así como por un mayor dinamismo en la producción de frutas, en la cría de ganado bovino y en la de aves de corral.

En cuanto a los cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo), en conjunto, se espera un crecimiento de 1.8%, menor al previsto para 2009 (5.8%).

En lo relativo a la producción de café pasaría de -0.3% en 2009 a un crecimiento de 0.5% en 2010. Según apreciaciones de la Asociación Nacional del Café (Anacafé), para 2010 habría un mayor rendimiento en las áreas de cultivo, principalmente, en las zonas más altas del país.

En la producción de banano, un crecimiento de 4.0% sobre el de 2009. Según la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S. A. (Cobigua) y la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S. A. (Bandegua), dicho comportamiento estaría asociado a una normalización en la demanda externa del producto, ante la desaparición de los problemas de oferta que experimentaron otros países productores en 2009.

En el caso de la producción de cardamomo, el volumen de producción registraría un aumento de 1.0% (0.5% en 2009). De conformidad con opiniones de productores locales, dicho comportamiento estaría asociado al incremento observado de los precios en el mercado internacional en los últimos años.

En cuanto a la producción de maíz y de frijol, se estima que ambas crezcan 1.5% (-7.0% y -3.3%, respectivamente en 2009). Por su parte, la producción de hortalizas y frutas se prevé que muestre una tasa de crecimiento de 1.7% y 8.4%, respectivamente; porcentajes superiores a los estimados en 2009 (-1.1% y 4.2%, en su orden). Según apreciaciones del MAGA, el ritmo de crecimiento esperado estaría fundamentado, principalmente, en las expectativas de condiciones climáticas favorables para la producción de dichos cultivos.

Para el caso de la cría de ganado bovino y de aves de corral, ambas mostrarían un crecimiento de 2.5% (0.7% y 1.7%, respectivamente en 2009). Según apreciaciones de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat) y del MAGA, el mayor dinamismo obedecería, entre otros factores, a la expectativa de una mayor demanda interna de dichos productos.

En lo que respecta a la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB), se espera un crecimiento de 0.7% (-1.1% en 2009). Este comportamiento estaría influenciado, principalmente, por el incremento esperado en la extracción de minerales metálicos, asociado al incentivo de mejores precios internacionales.

En cuanto a la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.3% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 1.7% para 2010, superior al de 2009 (1.0%); resultado influenciado por el incremento en la producción de alimentos y bebidas, asociado, por una parte, a la recuperación de la demanda y, por la otra, al mayor volumen de producción de bebidas gaseosas, resultado de las alianzas estratégicas de empresas nacionales con empresas extranjeras. Asimismo, se estima un leve incremento en la producción de textiles y prendas de vestir, derivado de la recuperación en la demanda de los Estados Unidos de América, principal mercado de dichos productos.



La industria de productos destinados a la construcción, como cemento y artículos de hormigón, registraría una caída respecto de 2009, asociado a los menores niveles de producción en la actividad de la construcción.

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.6% en el PIB), un crecimiento de 1.9% (0.1% en 2009); sería resultado de una mayor generación de energía eléctrica asociada a la recuperación esperada, tanto en la demanda de la mayoría de actividades económicas como en la demanda por parte de los hogares³⁷.

En el caso de la actividad *Construcción* (con una participación de 3.1% en el PIB), se contraería 7.1%, menor al -13.4% de 2009, explicado, fundamentalmente, porque continuaría contraída la construcción de edificaciones, tanto residenciales como no residenciales³⁸ y por menor número de metros autorizados de construcción durante el segundo semestre de 2009, cuya realización finalizaría durante 2010.

Para la actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se estima una tasa de crecimiento de 2.0% (-1.6% en 2009), esta recuperación se deriva del incremento en las importaciones de bienes y a la expectativa de un mayor valor bruto de la producción de bienes agropecuarios e industriales.

En cuanto a la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.9% en el PIB), se prevé un crecimiento de 2.9% (4.8% en 2009); resultado, por un lado, de la evolución de la subactividad correo y comunicaciones, la cual registraría una tasa de crecimiento de 3.0% (7.2% en 2009), asociado al menor dinamismo de la activación de líneas telefónicas; y, por el otro, a la evolución en la subactividad transporte, que pasaría de un crecimiento de 1.5% en 2009 a 2.8% en 2010, asociado a la recuperación del comercio exterior, aspecto que incidiría positivamente en el transporte de carga vía terrestre.

La actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.6% en el PIB), registraría un crecimiento de 6.7% (6.3% en 2009), resultado de la recuperación esperada en el otorgamiento de crédito bancario al sector privado.

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.3% en el PIB), un crecimiento de 2.6% (3.1% en 2009). Este comportamiento estaría explicado por la evolución de los indicadores del sector construcción en el 2009.

Para la actividad *Servicios privados* (con una participación de 16.0% en el PIB), una tasa de crecimiento de 2.0% (1.5% en 2009), comportamiento asociado, principalmente, al dinamismo de las actividades agrícolas, industriales y comerciales, principales demandantes de dichos servicios.

³⁷ Estimaciones del Administrador del Mercado Mayorista (AMM).

³⁸ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, ampliaciones, paredes y reparaciones; así como aquella para uso de comercios y oficinas; industrias, bodegas y/o talleres.



Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.3% en el PIB), un crecimiento de 2.8% (13.3% en 2009), asociada, al comportamiento de las remuneraciones del Gobierno Central.

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2009 - 2010
Estructura porcentual y tasas de crecimiento

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2009 ^{e/}	2010 ^{py/}	2009 ^{e/}	2010 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.4	13.5	1.7	2.5
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	-1.1	0.7
3. Industrias manufactureras	18.3	18.3	1.0	1.7
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	2.6	0.1	1.9
5. Construcción	3.3	3.1	-13.4	-7.1
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.7	11.7	-1.6	2.0
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.8	10.9	4.8	2.9
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.4	4.6	6.3	6.7
9. Alquiler de vivienda	10.2	10.3	3.1	2.6
10. Servicios privados	15.9	16.0	1.5	2.0
11. Administración pública y defensa	7.2	7.3	13.3	2.8
PRODUCTO INTERNO BRUTO			0.6	1.3 - 2.1

^{e/} Cifras estimadas

^{py/} Cifras proyectadas

B. DE LA BALANZA DE PAGOS

De igual forma como la crisis económica internacional se propagó en los países de la región por medio de dos canales de transmisión, el canal del sector real y el canal del sector financiero, la recuperación económica se empezará a evidenciar gradualmente en ambos. Respecto al canal de transmisión del sector real, la recuperación económica posterior a la crisis financiera internacional se manifestará en los países de la región latinoamericana mediante un incremento en los ingresos por exportaciones, por turismo, por remesas familiares y por inversión extranjera directa, en forma moderada. Por su parte, en lo que respecta al canal de transmisión del sector financiero, la recuperación post crisis se caracterizará por medio de un incremento en el valor de los activos financieros de los sistemas



bancarios, así como por un aumento en la disponibilidad de recursos disponibles para el otorgamiento de créditos comerciales.

En el contexto de las perspectivas del sector externo, se contemplan dos opciones, las cuales difieren respecto al origen del financiamiento del déficit fiscal. En efecto, la Opción 2 se contempla la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones, mientras que la Opción 1 se prevé que dicho monto se coloque por su equivalente en quetzales en el mercado financiero interno. Ambas opciones se presentan a continuación.

1. Opción 1

De conformidad con esta opción, se prevé que los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala podrían aumentar aproximadamente US\$26.1 millones, como resultado del superávit estimado en la cuenta capital y financiera por US\$1,083.6 millones, generado, principalmente, por los ingresos provenientes del financiamiento externo neto del Sector Público para 2010 por alrededor de US\$537.1 millones. El referido superávit sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado de US\$1,057.5 millones, equivalente a 2.7% del PIB (1.0% en 2009).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$7,322.5 millones, monto mayor en US\$142.6 millones (2.0%) al estimado para 2009. Dicho resultado determinado, por el incremento en el valor de las exportaciones de otros productos por US\$156.0 millones (3.0%). De ese monto, las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo US\$72.1 millones (3.5%), mientras que al resto del mundo US\$83.9 millones (2.7%). Por su parte, las exportaciones de los principales productos disminuirían en US\$14.3 millones (-0.7%), respecto de 2009.

A nivel de productos, las exportaciones de café registrarían un leve aumento en su valor, al pasar de US\$565.8 millones en 2009 a US\$576.6 millones en 2010, como resultado del aumento previsto tanto en el volumen como en el precio medio de exportación, los cuales se ubicarían en 4,947.8 miles de quintales (4,908.5 miles de quintales en 2009) y US\$116.54 por quintal (US\$115.27 por quintal en 2009).

En lo concerniente al valor de las exportaciones de azúcar, éste se situaría en US\$473.8 millones, superior en US\$38.7 millones (8.9%) respecto de 2009, debido a un incremento proyectado en el volumen exportado de 3,011.7 miles de quintales (10.0%), y una ligera reducción en el precio medio de exportación, el cual pasaría de US\$14.45 por quintal en 2009 a US\$14.30 por quintal en 2010.

En el caso del banano, el valor de las exportaciones podría situarse en US\$567.7 millones, monto superior en US\$33.4 millones (6.3%) al de 2009. Este resultado se explicaría, por el aumento en el volumen de exportación, que pasaría de 36,700.4 miles de quintales en 2009 a 38,535.4 miles de quintales en 2010 y por el incremento en el precio medio de exportación por quintal, que pasaría de US\$14.56 en 2009 a US\$14.73 en 2010.



En lo relativo al valor de las exportaciones de cardamomo, éstas se situarían en US\$134.1 millones, monto menor en US\$119.1 millones (-47.1%) al estimado para 2009. Dicho resultado se derivaría de la disminución en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$641.99 en 2009 a US\$320.99 para 2010, así como del incremento en el volumen exportado, al pasar de 394.4 miles de quintales en 2009 a 417.7 miles de quintales en 2010.

En lo que respecta al petróleo el valor de las exportaciones, pasaría de US\$165.0 millones en 2009 a US\$186.9 millones en 2010, resultado, principalmente, de que para 2010 el precio internacional del crudo, en promedio, sería superior al registrado en 2009, al ubicarse en US\$46.67 por barril (US\$40.58 por barril en 2009).

El valor FOB de las importaciones para 2010 sería de US\$11,453.6 millones, monto mayor en US\$851.4 millones (8.0%) al registrado en 2009. El resultado previsto estaría asociado, principalmente, a una mayor demanda interna. En la estimación del valor de las importaciones de mercancías generales destaca el aumento en los rubros siguientes: combustibles y lubricantes (11.0%); materiales de construcción (9.3%); maquinaria, equipo y herramienta (9.2%); bienes de consumo (9.0%); y, materias primas y productos intermedios (5.1%). Por otra parte, las importaciones de bienes adquiridos en puerto crecerían en US\$0.1 millones (9.0%).

Como resultado de las proyecciones del comercio para 2010, la balanza comercial registraría un déficit de US\$4,131.1 millones, monto mayor en US\$708.8 millones (20.7%) al déficit estimado para 2009.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$350.3 millones, mayor en US\$51.5 millones (17.2%) respecto del de 2009, asociado a los déficits en los rubros de transportes, seguros y otros servicios.

Por su parte, la balanza de renta registraría un saldo deficitario de US\$1,082.9 millones, monto superior en US\$92.6 millones (9.4%), respecto de 2009. Dicho resultado, obedecería, principalmente, a los pagos por concepto de dividendos por inversiones extranjeras.

En las transferencias corrientes se esperan ingresos netos por US\$4,506.8 millones, mayores en US\$150.4 millones (3.5%) a los estimados para 2009, debido, principalmente, al aumento de 3.5% en el ingreso neto por concepto de remesas familiares, asociado a la recuperación de la actividad económica en los Estados Unidos de América.



En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se espera un saldo superavitario de US\$1,083.6 millones, superior en US\$288.8 millones al valor estimado para 2009, en el cual incidiría el incremento por US\$953.6 millones en el rubro otra inversión, que pasaría de un déficit de US\$394.2 millones en 2009 a un superávit de US\$559.4 millones en 2010³⁹, en tanto que la inversión directa aumentaría en US\$45.0 millones, al situarse en 2010 en US\$579.8 millones. Por su parte, se espera un saldo superavitario de US\$9.5 millones en la inversión de cartera.

En lo que respecta a la cuenta de capital para 2010, ésta se mantendría en saldo cero, dado que al igual que en 2009, no se proyecta recibir donaciones de capital.

Derivado del comportamiento estimado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se espera un incremento de las RMIN de US\$50.0 millones. Con el aumento proyectado, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 5.0 (5.5 en 2009); y si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), el indicado sería de 4.3 meses de importaciones de bienes.

³⁹ Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público por un monto total de US\$808.7 millones, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2009 - 2010
-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2009 ^{e/}	2010 ^{pv/}	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-355.0	-1,057.5	-702.5	197.9
A- BALANZA COMERCIAL	-3,422.3	-4,131.1	-708.8	20.7
Exportaciones FOB	7,179.9	7,322.5	142.6	2.0
Mercancías Generales	7,119.4	7,261.1	141.7	2.0
Principales Productos	1,953.4	1,939.1	-14.3	-0.7
Otros Productos	5,166.0	5,322.0	156.0	3.0
Bienes Adquiridos en Puerto	60.5	61.4	0.9	1.5
Importaciones FOB	10,602.2	11,453.6	851.4	8.0
Mercancías Generales	10,600.7	11,452.0	851.3	8.0
Bienes Adquiridos en Puerto	1.5	1.6	0.1	9.0
B- SERVICIOS	-298.8	-350.3	-51.5	17.2
Créditos	1,555.5	1,660.8	105.3	6.8
Débitos	1,854.3	2,011.1	156.8	8.5
C- RENTA	-990.3	-1,082.9	-92.6	9.4
Créditos	392.6	407.2	14.6	3.7
Débitos	1,382.9	1,490.2	107.3	7.8
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	4,356.4	4,506.8	150.4	3.5
Remesas Familiares (Netas)	3,977.0	4,116.2	139.2	3.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA ^{*/}	827.5	1,083.6	256.1	30.9
De los cuales:				
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	141.7	1,148.7	1,007.0	710.7
1- Inversión Directa	534.8	579.8	45.0	8.4
En el exterior	-24.5	-29.0	-4.5	18.5
En Guatemala	559.3	608.9	49.6	8.9
2- Inversión de Cartera	1.1	9.5	8.4	765.5
3- Otra Inversión	-394.2	559.4	953.6	-241.9
Préstamos del Sector Público	499.5	542.5	43.0	8.6
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	472.5	26.1	-446.4	-94.5
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)**/	-472.5	-26.1	446.4	-94.5
CUENTA CORRIENTE / PIB	-1.0	-2.7		

^{e/} Cifras estimadas

^{pv/} 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 2009, estas variaciones obedecieron a la revalorización en tenencias de oro por US\$51.9 millones, en tenencias de títulos-valores por US\$27.6 millones y en la tenencia de DEG por US\$1.8 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento de RMIN es de US\$553.8 millones.



2. Opción 2

De conformidad con esta opción, el financiamiento del déficit fiscal se realiza mediante la colocación de US\$500.0 millones en el mercado internacional como resultado se prevé, que los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala podrían aumentar aproximadamente US\$526.1 millones, como resultado del superávit estimado en la cuenta capital y financiera por US\$1,583.6 millones⁴⁰. El referido superávit sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado por US\$1,057.5 millones, equivalente a 2.7% del PIB (1.0% en 2009). El resto de cuentas de la balanza de pagos sería igual al de la Opción 1.

En la cuenta de capital y financiera, el saldo superavitario de US\$1,583.6 millones, sería superior en US\$788.8 millones al valor estimado para 2009, influenciado básicamente por el aumento de US\$509.5 millones en la inversión de cartera, derivado de la colocación de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América, en el mercado internacional.

Derivado del comportamiento estimado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera habría un incremento de las RMIN de US\$550.0 millones. Con el aumento proyectado, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 5.5 (igual al de 2009), y si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), el indicador sería de 4.8 meses de importaciones de bienes.

C. DEL SECTOR MONETARIO

En 2010 se debe continuar aplicando una política monetaria disciplinada que, en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación y mediante el uso de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la gestión monetaria del Banco de Guatemala. En ese contexto, la política monetaria debe centrarse, como lo consigna la ley, en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que, en un marco de flexibilidad cambiaria, la meta de inflación debe continuar siendo el ancla nominal de la política monetaria.

Tomando en consideración que para 2010 se plantean dos opciones fiscales, se procedió a elaborar dos opciones monetarias, las cuales guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual y con el crecimiento previsto de la actividad económica real y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal.

⁴⁰ Se supone que el Gobierno Central colocaría, en el mercado internacional, Bonos del Tesoro por US\$500.0 millones, posibilidad que fue contemplada en la segunda revisión del Acuerdo *Stand-By* con el FMI.



1. Opción 1

Esta opción contempla un crecimiento de la actividad real de entre 1.3% y 2.1% para 2010 y, como se indicó, una meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2010 registraría una tasa de crecimiento interanual de 8.2% respecto al saldo estimado para 2009. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (M/N + M/E) podrían crecer en un rango de entre 10.0% y 12.0%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en un rango de entre 6.0% y 8.0%, ambos en términos interanuales.

Para 2010 se prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q410.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$50.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$808.7 millones⁴¹, por intereses provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$69.1 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$25.5 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$478.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de Bonos del Tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$185.0 millones y otros egresos netos por US\$190.5 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q624.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían, principalmente, el aumento por Q1,893.0 millones en la cuenta encaje de los bancos del sistema, debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias.

En cuanto a los factores que tendrían un efecto monetizante, destaca, por una parte, la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q1,199.0 millones y, por la otra, los gastos netos estimados en alrededor de Q530.0 millones, asociados, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

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 reducir en 2010 su saldo de OEM en Q1,917.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y el análisis trimestral de los factores de contracción y expansión de liquidez primaria, para el período enero-marzo de 2010, se esperaría un aumento de las

⁴¹ Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



reservas monetarias internacionales netas por US\$279.0 millones (equivalente a Q2,291.0 millones) y una desmonetización por Q3,488.0 millones en los AIN, esta última asociada al incremento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,992.0 millones, al aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q644.0 millones y al aumento estimado de las inversiones en Depósitos a Plazo por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q365.0 millones. Por lo anterior, para guardar la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala reduzca el saldo de las OEM por alrededor de Q922.0 millones.

En el segundo trimestre se esperarí una contracción de la liquidez de origen externo, derivada de la disminución de reservas monetarias internacionales netas por US\$101.0 millones (equivalente a Q829.0 millones); asimismo, se prevé una contracción de liquidez derivada del aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q1,019.0 millones, como resultado del incremento previsto en las captaciones bancarias. Dicha desmonetización sería contrarrestada parcialmente por la utilización de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,100.0 millones. En ese sentido, se estima que el saldo de las OEM podría incrementarse en Q499.0 millones.

En el tercer trimestre se estima una reducción en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$10.0 millones (equivalente a Q84.0 millones) y una expansión de liquidez de origen interno por Q1,040.0 millones, asociada, principalmente, al uso de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,774.0 millones, lo que implica que el Banco de Guatemala debería incrementar el saldo de las OEM en Q640.0 millones.

En el cuarto trimestre se prevé un reducción de la liquidez de origen externo por US\$118.0 millones (equivalente a Q969.0 millones) y una expansión de la liquidez de origen interno por Q1,058.0 millones, como resultado de la utilización prevista de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q317.0 millones y de la reducción estimada de las inversiones en DP por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q250.0 millones. De esa cuenta y tomando en consideración el aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución en el saldo de las OEM por aproximadamente Q2,134.0 millones.

A continuación se presenta una estimación del Programa Monetario y Fiscal para 2010.



Opción 1

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2010
Millones de quetzales

Concepto	ESCENARIO 1				TOTAL
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,563	8,614	9,099	9,180	35,456
Egresos	11,114	10,445	12,546	11,554	45,658
Corrientes	8,623	7,988	9,264	8,827	34,702
Capital	2,491	2,457	3,282	2,727	10,956
Déficit (% del PIB)	2,551	1,830	3,447	2,374	10,202 3.1
Financiamiento externo neto	3,363	157	1,016	-33	4,503
Financiamiento interno neto	1,179	574	657	2,090	4,500
Variación de Caja	-1,992	1,100	1,774	317	1,199
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	2,291	-829	-84	-969	410
En US\$	279	-101	-10	-118	50
II. Activos Internos Netos	-3,488	765	1,040	1,058	-624
1. Gobierno Central	-1,992	1,100	1,774	317	1,199
2. Resto del sector público	-365	302	-29	250	158
3. Posición con bancos	-644	-1,019	-140	-90	-1,893
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	-644	-1,019	-140	-90	-1,893
4. Otros Activos Netos	-487	382	-565	581	-89
Gastos y productos (neto)	88	157	74	212	530
Otros	-574	225	-639	369	-619
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	-1,196	-64	957	90	-214
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-274	-563	317	2,223	1,702
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	922	-499	-640	2,134	1,917
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	922	-499	-640	2,134	1,917

2. Opción 2

En esa opción se prevé para 2010 una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q4,510.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$550.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$808.7 millones⁴², por la colocación de US\$500.0 millones de Eurobonos, por intereses provenientes de la inversión de las

⁴² Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$69.1 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$25.5 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$480.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de bonos del tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$185.0 millones y otros egresos netos por US\$190.5 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q545.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estaría el aumento por Q1,890.0 millones en el saldo de las cuentas de encaje bancario debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias. Dicha contracción de liquidez sería parcialmente contrarrestada, por una parte, por la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala en alrededor de Q1,199.0 millones y, por la otra, por los gastos netos estimados en alrededor de Q607.0 millones, asociada, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

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 aumentar su saldo de OEM en Q2,263.0 millones.

Desde el punto de vista monetario, y tomando en cuenta las condiciones de liquidez en las que se estaría desarrollando la política monetaria el próximo año, se estima aconsejable adoptar la Opción 1, en virtud de que no implicaría una monetización de origen externo y, en consecuencia, un incremento en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, recursos que, en la medida en que se gasten, requerirán de un aumento en las operaciones de estabilización monetaria. En todo caso, la adopción de la Opción 1 o de la Opción 2 dependerá de las condiciones financieras que enfrente el Ministerio de Finanzas Públicas para la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado interno y en el externo.

Muchas Gracias