

BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT - 2 / 2008



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO 2008

GUATEMALA, SEPTIEMBRE 2008



ÍNDICE
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2008

I.	SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	ENTORNO EXTERNO	1
C.	INFLACIÓN	1
D.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA	2
E.	MERCADO MONETARIO	2
F.	MERCADO CAMBIARIO	3
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	3
A.	EXTERNO	3
	1. Crecimiento económico	3
	2. Inflación total	4
	3. Respuesta de política monetaria	4
	4. Choques externos que han incidido en la inflación total	6
	5. Inflación en alimentos	12
B.	INTERNO	15
	1. Balanza comercial a junio de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y Tipo de cambio nominal	15
	a) Balanza comercial a junio de 2008	15
	b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	17
	c) Tipo de cambio nominal	18
	i) Comportamiento reciente	18
	ii) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario	18
	2. La actividad económica para 2008	19
	a) Índice Mensual de la Actividad Económica	19
	3. Finanzas públicas	19
	a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	19
	4. Sistema financiero	20
	a) Entidades bancarias locales	20
	i) Liquidez bancaria	20
	ii) Cartera crediticia por actividad económica	22
	iii) Calidad de la cartera crediticia	23

iv)	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	24
b)	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	26
i)	Captaciones	26
ii)	Crédito al sector privado	26
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	26
A.	META DE INFLACIÓN	26
1.	Comportamiento de ritmo inflacionario al 31 de agosto de 2008	26
2.	Inflación subyacente dinámica	28
3.	Inflación importada	28
4.	Respuesta de política monetaria	29
B.	COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS	29
1.	Liquidez primaria	30
a)	Emisión monetaria	30
b)	Base monetaria amplia	31
2.	Medios de pago	32
3.	Crédito bancario al sector privado	33
a)	Tasa de crecimiento	33
C.	PROYECCIÓN ECONÓMICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2008 Y PARA DICIEMBRE DE 2009	33
D.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	34
1.	Diagrama de abanico	34
2.	Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS	34
E.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	35
1.	Encuesta de Expectativas de Inflación al panel de analistas privados	35
2.	Expectativas implícitas de inflación	35
F.	TASAS DE INTERÉS	36
1.	De Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM)	36
a)	En moneda nacional	36
i)	Por plazo	36
ii)	Por fecha de vencimiento	37

b) En moneda extranjera	38
2. Tasa de interés parámetro	39
3. Tasa de interés pasiva de paridad	39
G. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	40
IV. ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO AL PRIMER SEMESTRE DE 2008	40
A. MONETIZACIÓN EXTERNA	41
B. ACTIVOS INTERNOS NETOS	41
1. Posición con el sector público	41
2. Posición con bancos y financieras	41
3. Resultado de gastos y productos	41
4. Operaciones de estabilización monetaria	41
C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008	41
V. RECOMENDACIONES	42
 ANEXOS	 44

Como una modalidad especial y tomando en cuenta la información más reciente de los sectores real, externo, monetario y fiscal, el presente informe incluye cifras a agosto de 2008.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2008

I. SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria en resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, en la que estableció una meta de inflación de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para diciembre de 2008 y de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2009. La ejecución de la política monetaria desde 2005 se sustenta en el esquema de metas explícitas de inflación, el cual se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de dicha política y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio nominal flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como en el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

B. ENTORNO EXTERNO

En lo que va de 2008, la economía mundial continúa siendo influenciada por un conjunto de choques, principalmente vinculados a factores de oferta, cuya magnitud, simultaneidad y persistencia generan presiones inflacionarias, tanto en países industrializados como en países con mercados emergentes. En ese sentido, entre los principales choques externos, destacan los siguientes:

a) Expectativas de desaceleración mundial, en las que influye la reducción de la tasa de crecimiento económico de los Estados Unidos de América, asociada, entre otros factores, a la caída en el mercado inmobiliario y a los desequilibrios en el sistema financiero de dicho país.

b) Volatilidad en los mercados financieros internacionales, relacionada con problemas en las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y a la depreciación del dólar de los Estados Unidos de América frente a otras monedas, especialmente el yen, la libra esterlina y el euro.

c) El precio internacional del petróleo y sus derivados registró una tendencia creciente en el primer semestre de 2008, como resultado de tres factores: el primero, asociado a una oferta mundial de crudo que sigue limitada (por parte de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo); el segundo, referente al incremento de la demanda mundial de crudo (a pesar de que se prevé una desaceleración económica en los principales consumidores de dicho

producto); y, el tercero, relativo a la especulación en el mercado de crudo (debido al estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo, así como a la caída del dólar estadounidense frente a otras monedas, principalmente el euro). Sin embargo, vale mencionar que a partir de julio se registró una reducción en el referido precio, asociada, por el lado de la demanda, al fortalecimiento del dólar estadounidense frente a otras monedas y a la expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados, así como de la República Popular China y de India; y, por el lado de la oferta, a la estabilización del nivel de inventarios de petróleo de los Estados Unidos de América.

d) Los precios internacionales del maíz y del trigo mostraron en el primer semestre de 2008 una marcada tendencia al alza, debido a problemas de oferta, a un aumento en la demanda mundial, así como a la especulación en los mercados financieros internacionales. No obstante, cabe indicar que en julio y en agosto los referidos precios internacionales se han reducido, pero continúan situándose por encima de los niveles observados en 2007.

C. INFLACIÓN

El incremento en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, provocó en buena medida que el ritmo inflacionario se acelerara de 8.39% en enero a 13.69% en agosto. En efecto, durante 2008 se intensificó el incremento del precio de los bienes y servicios asociados a dichas materias primas e insumos, destacando los siguientes: pan, productos de tortillería, transporte urbano, electricidad, gasolinas, carne de aves y transporte extraurbano. Cabe indicar que a agosto de 2008 la inflación importada medible¹ representó 4.82 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total, de los cuales 2.00 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa (la que se calcula por el aumento de los precios del petróleo y sus derivados) y 2.82 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta (la que se atribuye a la variación del precio internacional del petróleo, del trigo y del maíz, a la inflación de los principales socios comerciales y a la variación del tipo de cambio nominal).

En cuanto a los principales agregados monetarios, es pertinente subrayar que la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia), durante la mayor parte del primer semestre se ubicó en torno a sus valores programados; sin embargo, a partir de mayo, se ha

¹ No incluye el efecto indirecto que proviene de los derivados del trigo y del maíz: productos de tortillería, harina, pan y pastas alimenticias, entre otros.



ubicado, en general, por debajo del límite inferior de los corredores estimados. Este comportamiento ha sido resultado de la reducción que ha venido registrando la emisión monetaria en sus dos componentes (numerario en circulación y caja de bancos), situación que se asocia, fundamentalmente, a tres aspectos: a) menor preferencia de liquidez por parte de los agentes económicos, como resultado de una mayor confianza en el desempeño del sistema bancario; b) desaceleración en la actividad económica; y, c) superávit observado en las finanzas públicas en el período enero-agosto de 2008. Por su parte, la base monetaria amplia, a pesar de que, a partir de la segunda quincena de mayo empezó a mostrar una tendencia al alza (debido a un incremento en los excedentes de encaje y en las inversiones del sistema bancario en depósitos a plazo a 7 días en el Banco de Guatemala), no ha compensado los valores negativos observados en la emisión monetaria. Los medios de pago, por su parte, se ubicaron por debajo del límite inferior del corredor estimado, a partir del 21 de febrero. Asimismo, destaca la tendencia a la desaceleración que ha mostrado el crédito bancario al sector privado, ubicándose en agosto de 2008 por debajo del límite inferior del corredor estimado, lo que aminora las presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

En presencia de choques externos, asociados al incremento del precio del petróleo y sus derivados, así como de materias primas, la política monetaria debe moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y los efectos de segunda vuelta de los referidos choques; es decir, aquellos que se producen cuando los precios al consumidor final crecen proporcionalmente más que el alza proveniente de los choques externos.

D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria en sus decisiones relativas al nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, efectúa un análisis integral con base en el Balance de Riesgos de Inflación, tanto interno como externo, la orientación de las variables indicativas y los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con esa base, dicho cuerpo colegiado elevó en marzo la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.50% a 6.75% y en julio de 2008 de 6.75% a 7.25%. Los referidos ajustes se orientan a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y a contrarrestar los efectos de segunda vuelta de la inflación importada.

Con los ajustes en la tasa de interés líder de la política monetaria, se persigue activar los tres canales de transmisión de la política monetaria siguientes: a) canal de tasas de interés de largo plazo; b) canal del tipo de cambio nominal; y, c) canal de las expectativas. En cuanto al canal de la tasa de interés, su incidencia comienza a reflejarse en un aumento gradual en las

tasas de interés del sistema bancario, en virtud de que la tasa de interés activa promedio ponderado registró un incremento de 66 puntos básicos entre el 31 de diciembre de 2007 y el 21 de agosto del presente año, mientras que la tasa de interés pasiva promedio ponderado del sistema bancario, registró un incremento de 36 puntos básicos en el referido período; en el caso del canal del tipo de cambio nominal, los efectos de éste no se han observado plenamente, en virtud de que el efecto traspaso² del tipo de cambio nominal a los precios es bajo para el caso de la economía guatemalteca. En el caso del canal de las expectativas, conforme un análisis empírico realizado se estima que las acciones de política monetaria tienen un efecto importante en la moderación de presiones inflacionarias.

Por otra parte, en 2008 las finanzas públicas han sido superavitarias, lo que se ha constituido en un apoyo a la política monetaria. A agosto del presente año se registró un superávit de Q1,049.8 millones (0.4% del PIB), el cual se deriva de un aumento de los ingresos y un menor gasto, con respecto a igual período del año anterior.

Es importante puntualizar que actualmente la política monetaria se desempeña en un escenario internacional complejo (caracterizado por inflación elevada, por desaceleración económica mundial, en particular, en los Estados Unidos de América y en otros socios comerciales del país y por mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales), razón por la cual los principales riesgos inflacionarios continúan asociándose, principalmente al entorno externo. No obstante, se ha observado una tendencia al alza de la inflación subyacente dinámica, lo que sugiere que podría estarse dando una propagación de los efectos de la inflación importada, en los precios de bienes y servicios que no tienen una significativa relación con la misma.

Ante un escenario de tal naturaleza, la política monetaria debe mantener una estrecha coordinación con la política fiscal y reaccionar de manera oportuna a efecto de contener presiones inflacionarias que pudieran derivarse de excedentes de demanda interna y de efectos de segunda vuelta de la inflación importada. En esa dimensión y considerando la coyuntura interna y externa relevante, es preciso enfatizar que las acciones de política monetaria deberían continuar orientándose a procurar que la inflación se desacelere y, una vez se

² El efecto traspaso (*pass-through*) del tipo de cambio nominal a los precios, es la relación entre las variaciones del tipo de cambio y la inflación interna en un determinado período. En ese sentido, el efecto traspaso se manifiesta por medio del incremento en la inflación interna como resultado de depreciaciones del tipo de cambio nominal o de la reducción en la inflación derivada de una apreciación cambiaria nominal. La magnitud de dicho efecto dependerá, entre otros factores, de cuán perfectos sean los mercados, de las características de los bienes, de la elasticidad de ajuste de los precios de los insumos y del grado de apertura de la economía.



reduzca la magnitud de los choques externos, ésta retorne a niveles de un dígito y converja a las metas de inflación previstas para el mediano plazo, ello con el propósito de evitar que presiones inflacionarias coyunturales se conviertan en permanentes. En adición, es importante puntualizar que la estimación revisada de la tasa de crecimiento del producto interno bruto para 2008 de 4.3%, continúa siendo dinámica y mayor al crecimiento económico promedio del período 2000-2005 (3.0%) y a la tasa de crecimiento de la población (2.9%).

La autoridad monetaria ha reiterado que continuará monitoreando el comportamiento de la inflación y sus principales componentes de origen interno y externo, a efecto de diferenciar los factores que afectan de manera coyuntural el nivel de precios de aquellos factores que pueden ser persistentes, particularmente por los desequilibrios observados en los mercados internacionales.

E. MERCADO MONETARIO

La participación del Banco Central se ha realizado privilegiando el uso de operaciones de estabilización monetaria (OEM) en condiciones de mercado. En ese contexto, el monto de dichas operaciones aumentó Q1,663.5 millones entre el 31 de diciembre de 2007 y el 28 de agosto de 2008, de dicho monto Q1,443.8 millones (86.8%) corresponde al plazo de 7 días. Vale mencionar que los recursos invertidos a 7 días plazo, constituyen una fuente de liquidez potencial en la economía.

Por su parte, el costo financiero promedio del saldo de las operaciones de estabilización monetaria en el período citado mostró un incremento al pasar de 7.50% a 7.67%, como consecuencia, principalmente, del aumento tanto en el saldo como en la tasa de interés para las operaciones a 7 días plazo.

F. MERCADO CAMBIARIO

En un contexto de flexibilidad en el que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas, se observó que dicha variable tuvo un comportamiento congruente con su estacionalidad; no obstante, entre abril y junio se observó volatilidad cambiaria lo que originó que se activara la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario comprando divisas por un monto total de US\$236.6 millones.

El tipo de cambio nominal, promedio ponderado entre compra y venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación de Q0.192 (2.52%) al pasar de Q7.631 por US\$1.00 el 28 de diciembre de 2007 a Q7.439 por US\$1.00 el 26 de agosto de 2008. Vale destacar que la apreciación registrada hasta finales de agosto, en adición a la estacionalidad del tipo de cambio nominal, se explica por ingresos provenientes de

exportaciones, de remesas familiares, de turismo y viajes y de flujos de capital privado de largo plazo.

Por otra parte, a partir del 12 de junio de 2008, la Junta Monetaria tomó la decisión de modificar la regla cambiaria, dotándola de mayor flexibilidad, manteniendo los principios de que se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia. Desde la fecha indicada, el Banco de Guatemala no ha participado en el mercado cambiario.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. EXTERNO³

1. Crecimiento económico

El desempeño de la economía mundial presentó un deterioro en el primer semestre del año, asociado a la crisis financiera originada en los Estados Unidos de América y a la turbulencia en los mercados financieros internacionales. Asimismo, influyó de manera significativa el incremento en el precio internacional del petróleo y de los alimentos, situación que generó presiones inflacionarias a nivel mundial, especialmente, en las economías emergentes y en desarrollo. No obstante, vale destacar que en julio y agosto se han registrado disminuciones importantes en el precio internacional del petróleo y sus derivados, situación que aminora las presiones inflacionarias que se derivan de dicho precio.

De acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé que la desaceleración del crecimiento económico mundial continúe en lo que resta de 2008 y en 2009. En efecto, se estima una tasa de crecimiento de 4.1% en 2008 y de 3.9% en 2009, porcentajes menores al observado en 2007 (5.0%). El menor crecimiento económico esperado se fundamenta, principalmente, en el deterioro de la confianza tanto de las empresas como de los consumidores en el desempeño de las economías avanzadas, así como en indicios observados del debilitamiento de la actividad empresarial en las economías emergentes. Sin embargo, vale destacar que las previsiones de crecimiento económico mundial del FMI han mejorado de acuerdo con la revisión efectuada por dicho organismo en julio de 2008 respecto de la efectuada en abril del presente año, lo cual es indicativo de que, aunque persisten los signos de desaceleración económica, el riesgo de una recesión en las principales economías del mundo ha disminuido.

³ Los apartados 1, 2 y 3, fueron elaborados con base en la actualización de las proyecciones del Informe de Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Julio 2008.



CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL (Porcentajes)

	2006	2007	2008 ^{py/}			2009 ^{py/}
			Ene.	Abr.	Jul.	
Mundial	5.1	5.0	4.1 ↓	3.7 ↓	4.1 ↑	3.9
Estados Unidos	2.9	2.2	1.5 ↓	0.5 ↓	1.3 ↑	0.8
Zona Euro	2.8	2.6	1.6 ↓	1.4 ↓	1.7 ↑	1.2
Japón	2.4	2.1	1.5 ↓	1.4 ↓	1.5 ↑	1.5
China	11.6	11.9	10.0 ↓	9.3 ↓	9.7 ↑	9.8
América Latina	5.5	5.6	4.3 ↓	4.4 ↑	4.5 ↑	3.6

^{py/} Proyección

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Julio 2008.

En cuanto a los Estados Unidos de América, se espera un crecimiento económico de 1.3% en 2008, menor al observado en 2007 (2.2%). El menor crecimiento en la actividad económica del referido país estaría siendo inducido por la reducción en el consumo privado, asociada al incremento en los precios del petróleo y de los alimentos, así como por la restricción en las condiciones crediticias al sector privado. Vale indicar que la estimación del crecimiento de la actividad económica de los Estados Unidos de América realizada en julio, representa una revisión al alza de 0.80 puntos porcentuales respecto de la proyección efectuada en abril del presente año (0.5%). Para 2009, el FMI prevé crecimiento de 0.8% en la actividad económica de los Estados Unidos de América.

En lo que respecta a la actividad económica de la Zona del Euro y de Japón, se estima que alcance un ritmo de crecimiento de 1.7% y 1.5%, respectivamente, tasas superiores a las previstas por el FMI en las estimaciones de abril de 2008, cuando ambas se ubicaron en 1.4%. Para 2009, el referido organismo internacional estima un crecimiento económico de 1.2% para la Zona del Euro y de 1.5% para Japón.

Por su parte, la proyección de crecimiento económico para las economías emergentes y en desarrollo, se estima en 6.9% en 2008 y en 6.7% para 2009 (8.0% en 2007). En la República Popular China se prevé que la actividad económica para 2008 muestre una moderación en su crecimiento, el cual pasaría de 11.9% en 2007 a 9.7% en 2008, mientras que en 2009 estaría evidenciando una ligera recuperación al ubicarse en 9.8%.

En lo que corresponde a la actividad económica en América Latina, se estima que la misma crezca 4.5% en 2008, tasa menor a la observada en 2007 (5.6%). Ese menor crecimiento para 2008 se explicaría, en parte, por la desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas y por el retiro del estímulo monetario por parte de algunas economías debido a la existencia de

presiones inflacionarias. Para 2009, el FMI proyecta una tasa de crecimiento económico para la región de 3.6%

El FMI considera que tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, la demanda agregada podría seguir siendo más resistente a los choques en los mercados financieros internacionales y en el mercado de materias primas e insumos, tal como se evidenció en el primer semestre del año. No obstante, considera que los riesgos en los mercados financieros internacionales siguen latentes, debido a que la desaceleración mundial podría agudizar las presiones sobre los flujos de capitales y sobre la disponibilidad de crédito; aunado a lo anterior, las respuestas de política económica esperadas (relajamiento fiscal y monetario) ante la referida desaceleración, podrían verse limitadas por las presiones inflacionarias existentes. En efecto, muchos bancos centrales en el mundo han aumentado sus tasas de interés de política monetaria.

2. Inflación total

A pesar de la desaceleración prevista en la actividad económica mundial, la inflación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes mostró un comportamiento al alza en el primer semestre del año; inducida, principalmente, por el aumento sostenido en el precio de los alimentos y los combustibles.

Al respecto, el precio internacional del petróleo superó a finales del primer semestre los máximos históricos, incluso en términos reales, según el FMI dicho comportamiento estuvo asociado a factores de oferta en un contexto de limitada capacidad de producción y de la inelasticidad de la demanda ante la desaceleración económica mundial. En efecto, según cotizaciones de la bolsa de mercancías de Nueva York, el precio por barril de crudo más alto en el año, fue el registrado el 3 de julio, cuando éste se ubicó en US\$145.29.

Por su parte, el aumento sostenido en el precio de los alimentos responde a factores de oferta, principalmente, a la escasez ocasionada por condiciones climáticas adversas, acentuada por la fuerte expansión de la demanda de biocombustibles.

En las economías avanzadas, la variación interanual de la inflación total se ubicó en el primer semestre del año por arriba de 3.5%. A pesar de que las presiones inflacionarias reflejadas en la inflación subyacente han sido menores, los bancos centrales han venido adoptado políticas restrictivas para moderar, principalmente, expectativas de inflación. Por su parte, el aumento de la inflación en las economías emergentes y en desarrollo es significativamente alto; alcanzando durante el primer semestre del año una variación interanual en la inflación total de 8.6% y de 4.2% en la inflación subyacente, siendo éstas las tasas más altas registradas desde comienzos de esta década. Dicho comportamiento se asocia, por una parte, a que los



alimentos y los combustibles tienen mayor incidencia en la canasta de consumo en las economías emergentes y países en desarrollo y, por la otra, a que la actividad económica permanece dinámica en este grupo de países, lo que limita la capacidad de reducir más la inflación que proviene de presiones de demanda agregada.

El FMI prevé que las presiones inflacionarias en las economías avanzadas, se verán contrarrestadas en el futuro por la desaceleración de la demanda; asimismo, tomando en consideración que se estima la estabilización de los precios de las materias primas, el alza de la inflación de 2008 podría revertirse durante 2009. Sin embargo, las presiones inflacionarias en los países emergentes y en desarrollo crecen aceleradamente, influidas por el aumento constante de los precios de las materias primas, niveles de crecimiento superiores a la tendencia y en algunos países por políticas monetarias y fiscales expansivas. En consecuencia, el pronóstico de inflación de 2008 para estas economías se ubica en 9.1%; sin embargo, para 2009 se espera una disminución de 1.7 puntos porcentuales para ubicarse en 7.4%.

3. Respuesta de política económica

De acuerdo con el FMI, el incremento en el precio internacional de las materias primas, particularmente el de los alimentos y el de los combustibles, está teniendo un fuerte impacto en la economía mundial. Las presiones inflacionarias tienen una mayor magnitud en todo el mundo; pero en el caso de las economías que son importadoras netas de materias primas e insumos para la producción, éstas han visto reducido su poder adquisitivo y algunos países de bajo y mediano ingreso enfrentan dificultades para mantener la seguridad alimentaria. El FMI indica que los avances en materia de estabilidad macroeconómica que han logrado los países relacionados, están en riesgo ante la actual coyuntura internacional de precios.

El FMI menciona que los mercados financieros internacionales han experimentado ajustes significativos y si bien las autoridades de los principales países del mundo han adoptado oportunamente medidas de política económica, dichos mercados continúan siendo frágiles y los indicadores del riesgo sistémico permanecen elevados. La concesión de nuevos créditos seguirá siendo limitada por la necesidad de sanear los balances de las instituciones financieras, por lo que el FMI prevé que las condiciones crediticias en las economías avanzadas sigan siendo restrictivas en los próximos meses. En lo concerniente a los mercados emergentes, éstos han venido mostrando una relativa resistencia ante los efectos de la turbulencia financiera internacional. No obstante, las condiciones de financiamiento externo están tornándose más restrictivas conforme persiste la

crisis, lo que se refleja en que algunas economías con mercados emergentes están siendo objeto de evaluaciones más rigurosas, sobre todo en cuanto a las políticas que aplican para hacer frente a las crecientes presiones inflacionarias.

Al respecto, para la política económica es cada vez más complejo mantener un equilibrio entre inflación, crecimiento económico y estabilidad financiera, en un entorno internacional menos favorable como el actual, debido a que la prioridad de las autoridades es contener la creciente presión inflacionaria, sin perder de vista los riesgos que ello puede implicar en el crecimiento de la economía.

La mayoría de los bancos centrales han adoptado una orientación monetaria más restrictiva; sin embargo, las tasas de interés siguen siendo negativas en términos reales, principalmente, en las economías emergentes y en desarrollo, sobre todo en los países cuya política cambiaria limita la capacidad de acción de la política monetaria⁴.

El riesgo de que aumentos persistentes en los precios internacionales de las materias primas amplíen los efectos de segunda vuelta de la inflación importada y que persistan los desequilibrios en los mercados financieros internacionales, complica a las autoridades hacer frente a la desaceleración económica, sobre todo en las economías avanzadas, por lo que el panorama inflacionario se ha venido tornando más complicado. Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, sobre todo en aquellas que continúan operando por encima de su crecimiento potencial, será necesario mantener una política monetaria más restrictiva combinada con austeridad fiscal y, en algunos casos, una política cambiaria más flexible que permita contrarrestar el aumento en las presiones inflacionarias.

⁴ En anexo 1, se revisa la experiencia internacional en cuanto a la respuesta de la política cambiaria, ante choques externos que elevan la inflación importada.



**RECUADRO 1
ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA QUE LOS PAÍSES DE LATINOAMÉRICA HAN ADOPTADO EN 2008 ANTE LAS
RECIENTES PRESIONES INFLACIONARIAS**

Desde 2007, las economías latinoamericanas se han enfrentado a un escenario económico mundial complejo, caracterizado por mayor incertidumbre y choques externos derivados del incremento en los precios internacionales de materias primas y alimentos, que se han reflejado en un incremento constante en la inflación. Ante dicho escenario, los bancos centrales de muchos países de Latinoamérica han mantenido una postura activa de la política monetaria, con el propósito, por un lado, de contrarrestar los efectos de segunda vuelta de la inflación importada y, por el otro, de moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En ese contexto, en una muestra de países de Latinoamérica se puede observar que, en la mayoría, la inflación observada a julio del presente año, ya rebasa el límite superior de sus respectivas metas de inflación para 2008, lo cual ha comenzado a impactar, en buena medida, las expectativas de inflación de mediano plazo. En ese sentido, todos los países de la muestra han incrementado sus tasas de interés de política monetaria.

**BANCOS CENTRALES DE LATINOAMÉRICA
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN**

País	Tasa de política monetaria (nominal)			Ritmo inflacionario Ago-08	Tasa de política monetaria vigente (en términos reales)	Meta de inflación	Desvío respecto meta de inflación (puntos porcentuales)
	Dic-07	Ago-08	Variación (puntos básicos)				
Guatemala	6.50	7.25	75	13.69	-7.19	5.5% +/- 1.5 pp	6.69
Honduras	7.50	9.00	150	13.99	-6.49	9.0%-10.0%	3.99
Costa Rica	6.00	10.00	400	15.40	-9.40	8.0%	7.40
México	7.50	8.25	75	5.57	1.93	3% +/- 1 pp	1.57
Brasil	11.25	13.00	175	6.17	5.08	4.5% +/- 2.0 pp	0.00
Chile	6.25	7.75	150	9.30	-3.05	3% +/- 1 pp	5.30
Perú	5.00	6.25	125	6.27	-1.27	2% +/- 1 pp	3.27
Colombia	9.50	10.00	50	7.87	1.63	3.5%-4.5%	3.37

FUENTE: Bancos Centrales

A pesar de los incrementos que se han registrado en las tasas de interés de política, dichas tasas en términos reales se han tornado negativas en varios países, destacando el hecho de que aquellos cuyas tasas de interés son más negativas, son los que también registran los mayores niveles de inflación, tal es el caso de Costa Rica, Guatemala, Honduras y Chile. Esta relación podría atribuirse al hecho de que en la medida que la tasa de interés de política monetaria se torna más negativa, menor es la efectividad de los canales de transmisión monetaria (en particular, el de la tasa de interés y el de las expectativas).

En el caso de los países que utilizan el esquema de metas explícitas de inflación (México, Brasil, Chile, Perú, Colombia y Guatemala), en sus comunicados han reiterado el compromiso de las autoridades monetarias por seguir adoptando las medidas que les permitan la consecución de sus respectivas metas de inflación en el mediano plazo, situación que afecta favorablemente las expectativas de inflación de los agentes económicos.

FUENTE: Bancos Centrales.

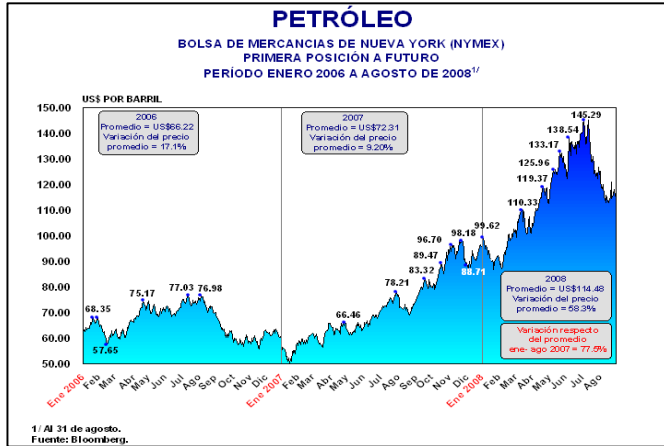
4. Choques externos que han incidido en la inflación total

Durante el primer semestre de 2008, el precio promedio del barril de petróleo en la bolsa de mercancías de Nueva York se situó en US\$110.94, significativamente superior al precio promedio registrado en similar período de 2007 (US\$61.60). Dicho precio ha venido registrando una marcada tendencia creciente a

partir de febrero de 2007, como resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como una mayor especulación en el mercado de futuros del crudo, asociada, principalmente, a la participación de fondos de inversión en el referido mercado debido a la debilidad del dólar estadounidense frente a otras monedas. La cotización histórica más alta en el período enero - agosto de 2008, como se indicó, se registró el 3 de julio, cuando el precio por barril de petróleo se ubicó en US\$145.29. A partir del 15 de julio, el precio

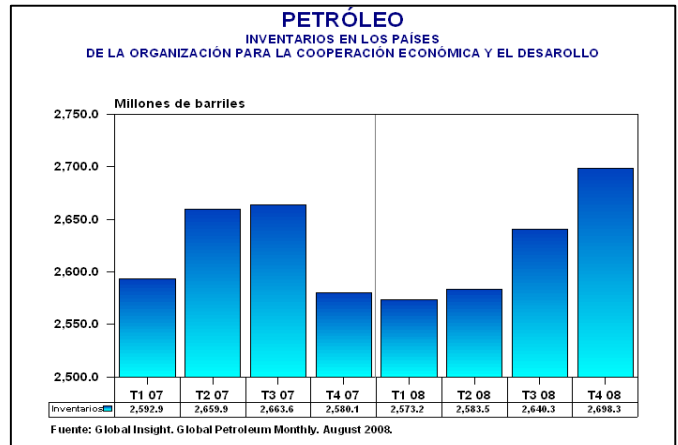


internacional del crudo ha venido registrando un comportamiento a la baja, influido, principalmente, por las expectativas de una desaceleración de las economías de los países industrializados, así como al fortalecimiento que registró el dólar estadounidense.



Para 2008, *Global Insight*¹, empresa que analiza el mercado de petróleo, prevé que la demanda mundial de crudo podría crecer en alrededor de 0.64 millones de barriles diarios, lo que situaría la demanda total en 86.59 millones de barriles diarios, en tanto que para la oferta total proyecta un crecimiento de 2.03 millones de barriles diarios, al situarse en 87.54 millones de barriles diarios, lo que daría como resultado un excedente de 0.95 millones de barriles diarios que incrementaría el nivel de inventarios.

desaceleración económica que se prevé en las principales economías del mundo induzca a una disminución en la demanda de petróleo. Esta situación, según *Global Insight*, combinada con el actual volumen de producción mundial, permitiría durante 2008 incrementar el volumen de los inventarios en los países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, por sus siglas en inglés).



PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL

Millones de barriles diarios

		2005	2006	2007 ^{/p}	2008 ^{/py}
OFERTA	MIEMBROS OPEP 1/	34.24	34.34	35.47	37.61
	MIEMBROS NO OPEP	50.25	51.07	50.04	49.93
	TOTAL OFERTA	84.49	85.41	85.51	87.54
DEMANDA	OECD 2/	49.64	49.34	49.07	48.53
	RESTO DEL MUNDO	34.05	35.54	36.88	38.06
	TOTAL DEMANDA	83.69	84.88	85.95	86.59
BALANCE GLOBAL		0.80	0.53	-0.44	0.95

p/ Cifras preliminares.

py/ Cifras proyectadas.

1/ Organización de Países Exportadores de Petróleo (12 países productores)

2/ Organization for Economic Co-operation and Development (30 países industrializados).

Fuente: Global Insight. Global Petroleum Monthly. August 2008.

Los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), durante las reuniones celebradas en noviembre-diciembre de 2007 y en febrero-marzo de 2008, acordaron no modificar el nivel actual de producción de crudo, considerando que la

¹ Global Insight. Global Petroleum Monthly. August 2008.



RECUADRO 2 COMPARACIÓN DE LOS CHOQUES DE PETRÓLEO ACTUALES Y LOS DE LA DÉCADA DE LOS SETENTA

En los últimos cincuenta años se han observado cuatro períodos en los que el incremento del precio internacional del petróleo ha superado el 50% por más de tres trimestres. El primero, de 1973 a 1974, estuvo asociado al embargo de petróleo de los países árabes, luego de la guerra árabe-israelí. El segundo, de 1979 a 1980, fue generado por la reducción en la producción de petróleo por la revolución iraní. El siguiente, de 1999 a 2000, estuvo vinculado a la reducción de cuotas de producción de los países productores de petróleo. Finalmente, el cuarto choque empezó en 2002-2003 con la huelga de la compañía Petróleos de Venezuela (PDVSA) y la guerra de Irak y se mantiene actualmente impulsado por el crecimiento en la demanda de países como República Popular China e India y la resistencia de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a aumentar su oferta en el mercado mundial. A dichos factores, se ha sumado un incremento en la demanda de naturaleza especulativa.

Los cuatro períodos han sido similares en magnitud, pero han tenido diferente duración. En todos, el precio del petróleo casi se llegó a duplicar, pero es el último el de mayor magnitud (el precio internacional del petróleo aumentó hasta la fecha más de 150 por ciento, en términos reales) y el de mayor duración (26 trimestres hasta junio de 2008). Asimismo, existe evidencia de que los efectos sobre la inflación y la actividad económica han sido diferentes en la presente década respecto a la de los setenta. Los dos primeros choques de petróleo estuvieron acompañados de incrementos importantes en la inflación y de reducciones considerables en la producción, fenómeno llamado estanflación. Sin embargo, en la presente década, los choques de petróleo no han generado las caídas en la producción registradas en la década del setenta, pero sí han propiciado presiones inflacionarias mayores, dado que han contaminado las expectativas de inflación, dada la persistencia del choque y su simultaneidad con los incrementos en los precios de otras materias primas e insumos.

Existen por lo menos dos diferencias entre los choques actuales y los de la década de los setenta. La primera es que los tres primeros choques de petróleo fueron causados por reducciones en la oferta de petróleo, mientras que el último ha sido generado principalmente por mayor demanda agregada mundial, lo cual ha aumentado el precio del petróleo y el de otros *commodities*. En el caso de Guatemala, al ser un importador neto, el aumento del precio internacional del petróleo-derivados tiene un mayor impacto negativo en el sector externo, a diferencia de aquellos países cuya posición es más ventajosa (en el sentido que han tenido una mejora en sus términos de intercambio, principalmente países de América del Sur). Asimismo, influye en buena medida el que en la canasta básica del Índice de Precios al Consumidor, el rubro de alimentos pesa casi 40%, lo cual propicia que el aumento en el precio internacional del petróleo y el de los alimentos tenga una mayor incidencia, respecto de países desarrollados.

La segunda diferencia es que las políticas fiscal y monetaria se conducen de manera distinta en la presente década respecto a la de los setenta. La política fiscal en Guatemala fue expansiva en los años setenta; en contraste, la política fiscal durante la presente década ha sido más disciplinada, manteniendo el déficit fiscal en niveles promedio de 1.7% con relación al producto interno bruto.

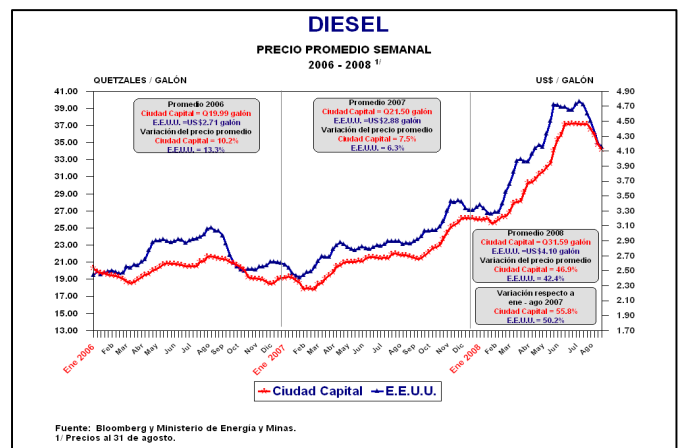
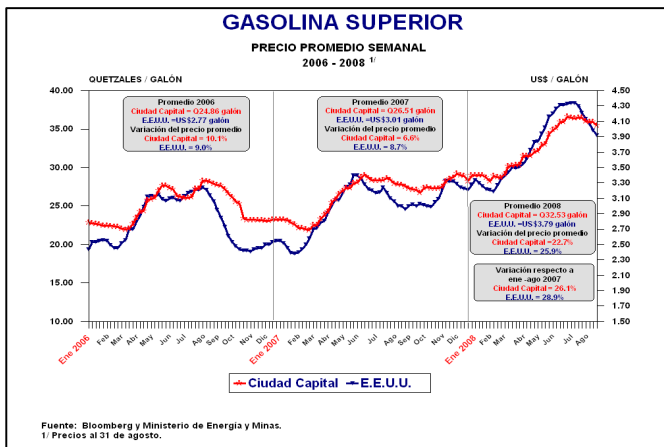
Por su parte, la política monetaria en la década de los setenta estuvo basada en un régimen de tipo de cambio fijo y el crecimiento de la oferta monetaria estuvo asociado al crecimiento del crédito del Banco Central al gobierno; mientras que en la presente década, la política monetaria, dada la prohibición constitucional de que el Banco Central otorgue crédito al gobierno, se realiza en forma independiente a las necesidades de financiamiento del sector público. Además, se hace explícito el objetivo fundamental de la autoridad monetaria en controlar la inflación. La política fiscal menos procíclica, conjuntamente con la independencia de la política monetaria y el control de las expectativas, han coadyuvado a moderar la inflación en la presente década. No obstante, los choques externos han contaminado las expectativas de inflación y han hecho que la inflación observada se desvíe de la meta de inflación del Banco Central, por lo que el reto actual consiste en moderar dichas expectativas con el objetivo de que, luego de que se moderen los referidos choques, la inflación converja a las metas de mediano plazo.

Fuente: El análisis histórico sobre los choques del petróleo fue tomado del Reporte de Inflación, Mayo 2008. Banco Central de Reserva del Perú.



El incremento registrado en el precio internacional del petróleo ha provocado que se eleven los precios de las gasolinas y del diesel. De esa cuenta, en el mercado de los Estados Unidos de América, en diciembre de 2007 la gasolina registró un precio promedio de US\$3.29 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala fue de Q29.09 por galón. En junio de 2008, la gasolina en el mercado de los Estados Unidos de América registró un precio promedio de US\$4.28 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala fue de Q35.71 por galón. Entre las principales causas de la referida alza, como se indicó, se encuentra la combinación de factores de oferta y demanda, así como la mayor especulación en el mercado de futuros del crudo. A partir de julio 2008, el precio de la gasolina registró una tendencia a la baja, para situarse durante la última semana de agosto en el área metropolitana de Guatemala en un precio promedio de Q35.43, mientras que en el mercado de los Estados Unidos de América registró un precio promedio de US\$3.92 por galón. Dicha reducción es atribuida a la disminución observada en el precio internacional del petróleo durante julio y agosto de 2008.

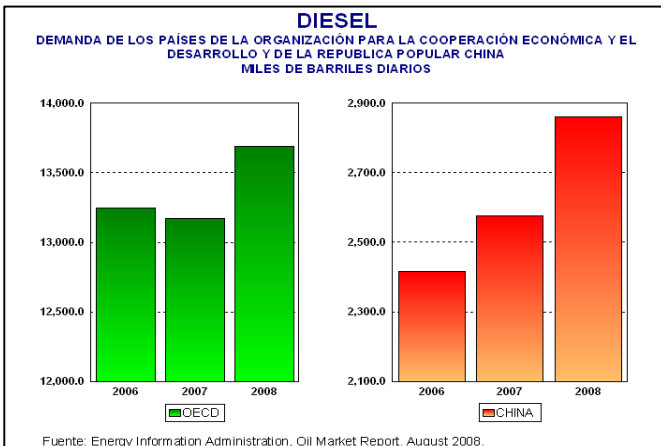
Q36.60, niveles que no se habían observado en las cotizaciones de los derivados del petróleo en Guatemala. Por su parte, al igual que lo observado en el precio de la gasolina, el diesel también registró a partir de julio de 2008 una tendencia a la baja, registrando durante la última semana de agosto, en el mercado de los Estados Unidos de América, un precio promedio de US\$4.15 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala se registró un precio promedio de Q34.16 por galón.



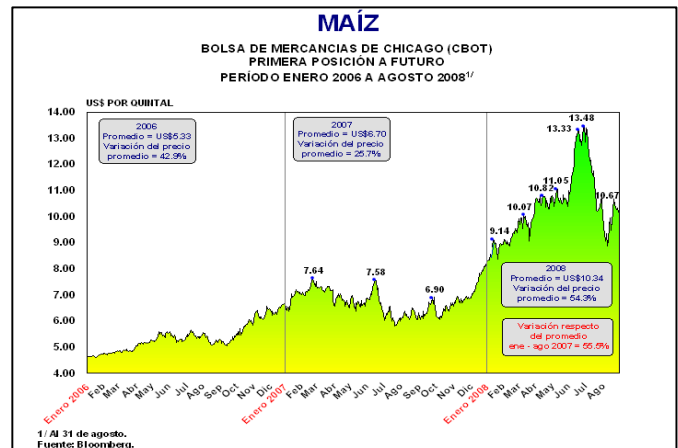
Por su parte, el precio del diesel⁶ en los Estados Unidos de América registró en diciembre de 2007, un precio promedio de US\$3.41 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala, registró un precio promedio de Q26.12 por galón. En junio de 2008, en el mercado de los Estados Unidos de América, el diesel se incrementó a US\$4.68 por galón, mientras que en el área metropolitana de Guatemala se situó en Q36.56 por galón. Cabe destacar que, al 30 de junio de 2008, el precio promedio semanal del galón de diesel se situó en Q37.23, mientras que el precio promedio semanal del galón de gasolina se situó en

La tendencia creciente que ha venido presentando el precio internacional del diesel se explica, principalmente, por el incremento en la demanda mundial, particularmente de la República Popular China, de Europa y de los Estados Unidos de América, situación que ha provocado una disminución en los inventarios mundiales, ya que además de su uso como combustible para transporte pesado, se emplea como combustible para la generación de energía eléctrica y como sustituto del combustible para calefacción. Durante julio y agosto de 2008, el precio internacional del diesel, como se indicó, registró una tendencia a la baja como resultado de la expectativa de una disminución en la demanda por parte de los países industrializados. Además, también influyó en la baja del precio, el crecimiento de los inventarios en los Estados Unidos de América, situación que generó una mayor disponibilidad de este producto para la exportación. Cabe destacar que aun cuando se registra una tendencia a la baja, el precio se mantiene en niveles históricamente altos.

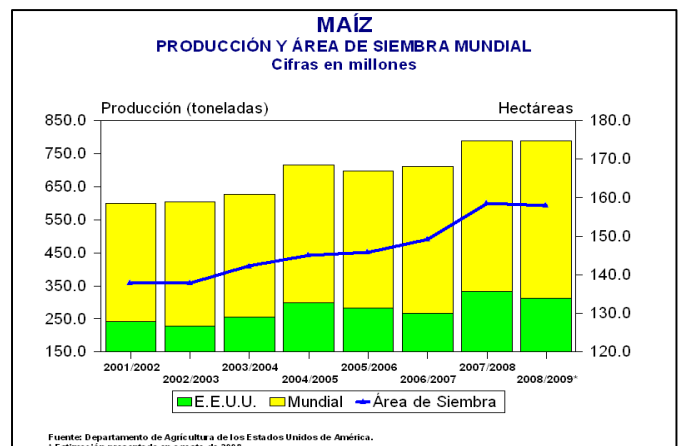
⁶ El diesel no forma parte de la canasta de bienes y servicios que se cotizan para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC).



Como consecuencia de la incidencia negativa generada por el alza del precio internacional del petróleo y sus derivados, algunos países, entre los que destaca los Estados Unidos de América, han promovido el uso de biocombustibles, utilizando como materia prima productos agrícolas para la producción de etanol, entre los que sobresale el maíz, lo que ha provocado un alza en el precio internacional de ese grano. En efecto, el precio internacional del maíz amarillo en la Bolsa de Mercancías de Chicago, registró una tendencia al alza desde septiembre de 2006 hasta mediados de febrero de 2007; posteriormente, la tendencia se revirtió hasta agosto de ese mismo año, para iniciar una nueva tendencia al alza que se mantuvo hasta finales de junio de 2008. A partir de julio del presente año, el precio observó una reducción que perduró hasta la segunda semana de agosto, para luego registrar una tendencia alcista. En el alza del precio internacional del grano, influyó, además de los factores indicados, las lluvias que afectaron las principales áreas de siembra en los Estados Unidos de América en los meses de abril, mayo y junio del presente año. La mayor cotización registrada en el precio del maíz en el año se presentó el 27 de junio de 2008, al situarse en US\$13.48 por quintal. La baja registrada en el precio durante julio y parte de agosto fue resultado de la regularización de las lluvias en las áreas de siembra de los Estados Unidos de América; sin embargo, desde mediados de agosto en esas mismas áreas se registran fuertes sequías que nuevamente hacen prever posibles daños a la producción de este grano.



De acuerdo con estimaciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), se prevé que la producción mundial de maíz para la cosecha 2008-2009 se sitúe en 789.6 millones de toneladas, monto superior al de la cosecha 2007-2008 (789.1 millones de toneladas). La leve mejora en la producción mundial del grano se atribuye a la recuperación en la producción de los países de la Unión Europea; sin embargo, la cosecha prevista en los Estados Unidos de América (el mayor productor de maíz del mundo) se estima en 312.1 millones de toneladas, inferior a la cosecha récord 2007-2008 (332.1 millones de toneladas). Esta reducción en la producción del grano es consecuencia de la sustitución de cultivos en dicho país, ya que otros productos agrícolas, entre los que se encuentran el trigo y la soya, brindan mayores beneficios a los agricultores como resultado de sus elevados precios de venta, los cuales son significativamente mayores a los registrados por el maíz.



Por su parte, el trigo, principal cereal destinado al consumo humano, también ha registrado incrementos en su precio, lo que se ha constituido en

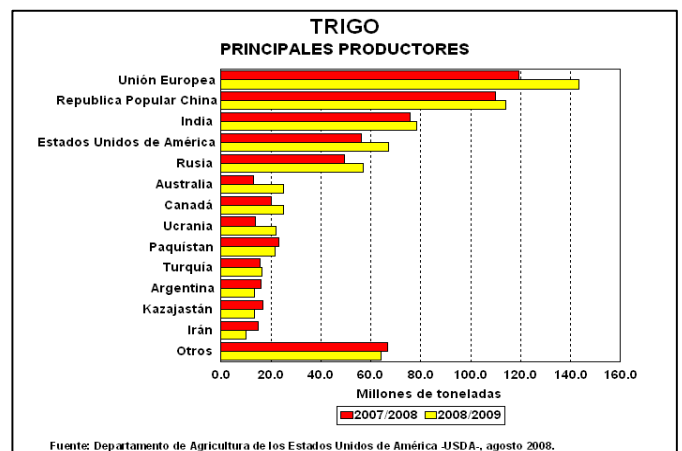


otro factor importante en las presiones inflacionarias a nivel mundial. El precio de este grano en el mercado mundial ha registrado una tendencia al alza durante los dos últimos años, la cual se atribuye a las reducciones en la oferta mundial, derivadas de daños ocasionados en la producción, especialmente en las dos últimas cosechas, como resultado de factores climáticos.

El precio internacional del trigo en la Bolsa de Mercancías de Chicago registró una tendencia al alza desde mediados de septiembre de 2006 hasta mediados de octubre de dicho año, manteniéndose en un rango entre US\$6.00 y US\$10.00 por quintal hasta abril de 2007. Posteriormente, registró una nueva tendencia alcista que se extendió hasta octubre de 2007, la cual se revirtió a mediados de noviembre de dicho año, para nuevamente mostrar alzas que se mantuvieron hasta mediados de marzo de 2008, observándose la mayor cotización histórica el 27 de febrero de 2008, al situarse en US\$21.33 por quintal. A partir de la segunda quincena de marzo del presente año, el precio internacional del trigo presentó una tendencia a la baja, la cual se mantuvo hasta la primera semana de junio, para luego registrar un comportamiento al alza que perduró hasta finales de dicho mes. Posteriormente, registró una disminución que se mantuvo hasta finales de julio, en tanto que en agosto del presente año, el precio internacional del trigo ha registrado un comportamiento al alza.

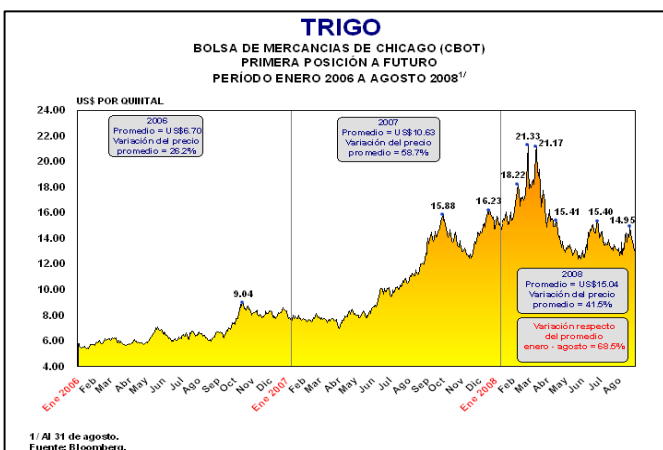
Cabe mencionar que el alza registrada en el precio internacional del trigo en junio de 2008, fue resultado, por una parte, de las lluvias que afectaron las áreas de siembra en los Estados Unidos de América y, por la otra, del incremento en la demanda de dicho cereal. En dicha alza también influyó la expectativa de posibles daños al cultivo del trigo en Australia, como resultado de la sequía que se registró en junio del presente año. Por su parte, el alza registrada en el precio durante agosto de 2008, es derivada de las expectativas de posibles daños a la producción en los Estados Unidos de América, como resultado de las sequías que afectan a las áreas de siembra.

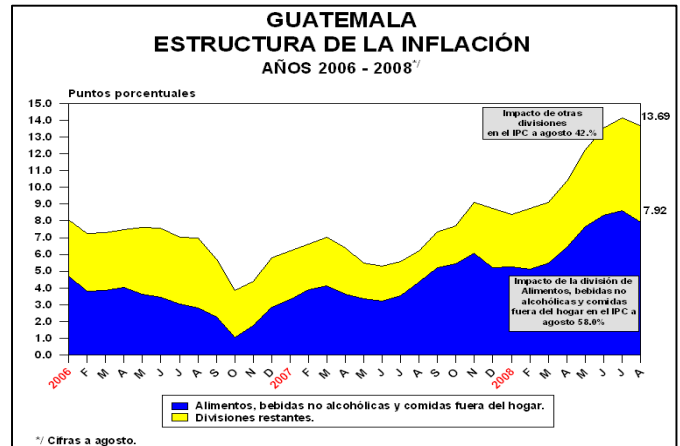
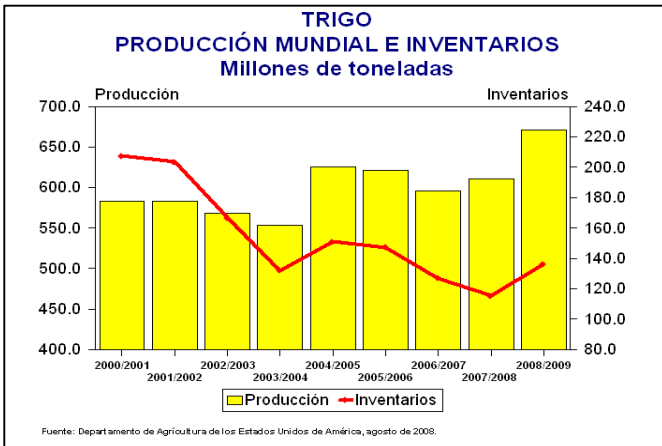
Por otra parte, para la cosecha 2008-2009, la cual inició en julio del presente año, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), prevé un incremento en la producción mundial de trigo, como resultado de un aumento esperado en la producción en algunos de los principales productores mundiales (Estados Unidos de América, Unión Europea, Canadá y Australia) situación que permitiría aumentar la oferta del grano en el mercado mundial. En ese sentido, el referido departamento estima la producción mundial del grano para la cosecha 2008-2009 en 670.7 millones de toneladas, monto superior al de la cosecha 2007-2008 (610.5 millones de toneladas).



Es oportuno indicar que, según la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), aun cuando se registre un incremento en la producción mundial de trigo para la presente cosecha, no se prevé una disminución en el nivel del precio internacional, debido a que los daños ocasionados a la producción en las cosechas previas, han significado reducciones importantes en los inventarios mundiales, situación que provocó que desde finales de 2007 algunos países limitaran sus exportaciones del grano, fijando cuotas de exportación o estableciendo impuestos a las exportaciones, como en los casos de Argentina y Rusia, mientras que otros países, como los de la Unión Europea, suspendieron los aranceles a las importaciones del trigo⁷, con la finalidad de facilitar el suministro de sus respectivos mercados internos.

⁷ En el caso de la Unión Europea, bloque de países que históricamente han sido exportadores netos de trigo, la suspensión de aranceles a las importaciones de cereales se prorrogó hasta el 30 de junio de 2009.

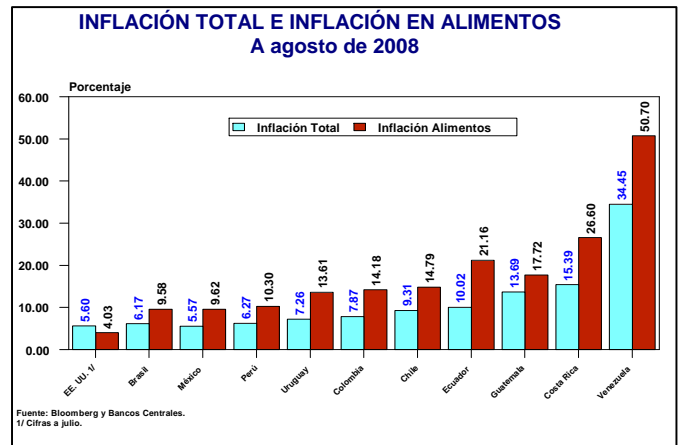
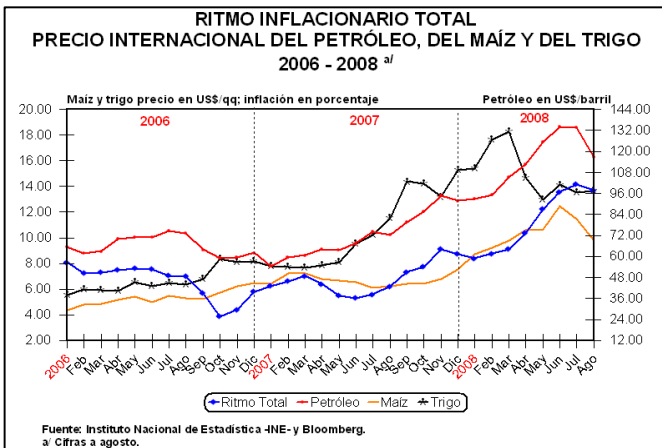




Como resultado de los choques externos mencionados, la trayectoria del ritmo inflacionario en Guatemala se ha visto modificada, poniendo en evidencia la relación existente entre el comportamiento del ritmo inflacionario y la evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo.

De conformidad con el FMI, el incremento reciente en la inflación a nivel mundial se explica básicamente por el aumento en los precios de los alimentos y está afectando a la mayoría de países.

Como se observa en la gráfica siguiente, las economías que registran un fuerte incremento en los precios de los alimentos también muestran un aumento significativo en su inflación total, siendo este efecto de mayor magnitud en las economías con mercados emergentes, como es el caso de las economías de países de Latinoamérica, en donde el peso relativo del rubro de alimentos en la canasta del índice de precios al consumidor, es más alto que en los países desarrollados.



5. Inflación en alimentos

Dentro de las divisiones del Índice de Precios al Consumidor (IPC) la más afectada ha sido la de alimentos, ya que en los últimos dos años, la incidencia de ésta en el ritmo inflacionario total se incrementó significativamente, al pasar de 27% en octubre de 2006 a 58% en agosto de 2008.

Según el FMI, el alza en los precios internacionales de los alimentos está asociada a factores de demanda y de oferta de los mismos. Entre los factores de demanda destaca el aumento sostenido en el consumo, el cual obedece a un incremento en el ingreso per cápita y al rápido crecimiento demográfico en algunas de las principales economías emergentes, entre ellas, la República Popular China, India y algunos países petroleros del Oriente Medio. Por su parte, la

oferta internacional de alimentos no ha registrado un ritmo de crecimiento tan acelerado como la demanda, debido a factores estructurales que limitan su proceso productivo. La rigidez de la oferta de alimentos se ha acentuado, como resultado del uso de algunos productos alimenticios en la producción de biocombustibles, como consecuencia de los elevados precios internacionales del petróleo.

RECUADRO 3 EL INCREMENTO MUNDIAL EN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

El incremento en el precio de los alimentos, que ha afectado a la mayoría de países a nivel mundial, se asocia tanto a factores estructurales como coyunturales, derivados, por un lado, de una mayor demanda mundial de alimentos por parte de algunas economías asiáticas^{1/} y, por el otro, del hecho de que desde el segundo semestre de 2006 se han presentado factores adicionales que han acentuado las alzas en los precios de los alimentos.

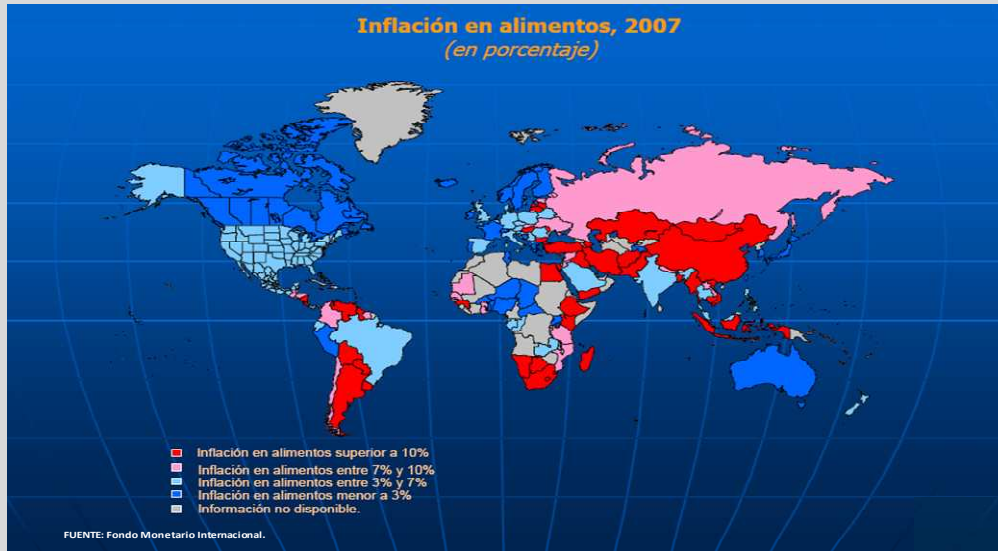
La interrelación de los diversos mercados de productos básicos a nivel mundial (como el del petróleo-derivados, de los metales y de los alimentos), ha provocado que los choques adversos que se experimentan en un mercado tengan un efecto casi simultáneo en los precios de otros productos básicos. En efecto, la mayor demanda de biocombustibles, provocada por el alza en los precios internacionales del petróleo, no sólo ha inducido al alza los precios del maíz, sino también los de otros productos alimenticios en cuya producción el maíz se utiliza como insumo (la carne, el pollo y los productos lácteos) o como sustituto. Dicha demanda ha ejercido una importante presión al alza sobre los precios de la harina y del aceite de soya, lo que ha contribuido al aumento de los precios de otros aceites comestibles mediante los efectos de sustitución.

De acuerdo al FMI, el ciclo de incrementos en los precios de los alimentos inició con un alza en el precio internacional del maíz, el cual obedeció, principalmente, a dos factores: el primero, a una expansión en la demanda del grano para su uso en la elaboración de bioenergéticos y, el segundo, a una menor cosecha respecto de la esperada. El alza en los precios del maíz también repercutió sobre los costos de los insumos de ciertos productos (carnes, leche y sus derivados). Por otra parte, el aumento en el precio internacional del maíz también fomentó la expansión de las áreas cultivadas del grano, desplazando a aquellas que se destinaban para el trigo y otros granos, lo que ha generado desde 2007 una reducción en la oferta y, por ende, un aumento en sus precios.

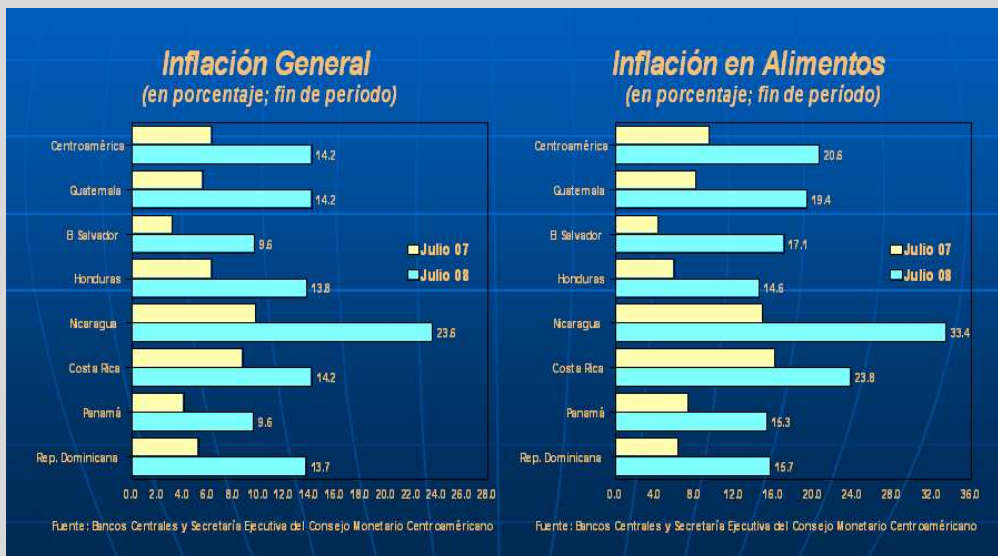


^{1/} En el mercado petrolero, la demanda de la República Popular China, India y países importadores netos de Medio Oriente representó más del 56% del crecimiento del consumo de petróleo en el período 2001–2007. Asimismo, la industrialización y la urbanización de la República Popular China han impulsado el consumo de metales básicos, representando en el período 2000–2006, alrededor de 90% al aumento del consumo mundial de cobre y acero. Por su parte, en 2006 la República Popular China representó una quinta parte del consumo mundial de trigo, arroz y soya.

En lo que va de 2008, los precios internacionales de los alimentos continúan situándose en niveles históricamente altos, afectando en mayor medida las inflaciones de los países en desarrollo, dada la importancia que el rubro de alimentos tiene en las canastas básicas de dichos países.



Destaca principalmente el caso de los países de la región centroamericana, dado que en la composición de las canastas de bienes y servicios que integran el índice de precios al consumidor en cada uno de los países, los alimentos tienen un peso relativo entre 30% y 40%.



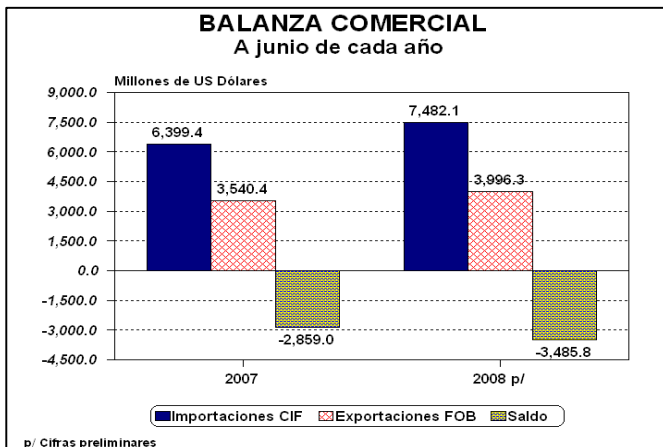
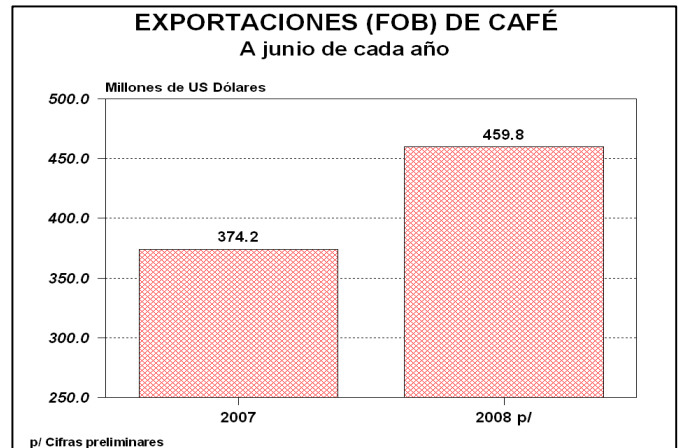
En el contexto descrito, según el FMI, la política económica debe orientar sus esfuerzos a proveer alimentos a los más afectados y a los grupos más pobres; aminorar los efectos negativos de los altos precios de los alimentos (redes de seguridad bien focalizadas, subsidios temporales para los pobres); sin embargo, es necesario evitar medidas que tengan efectos colaterales negativos (restricciones a las exportaciones, controles directos de precios y subsidios generales). En el caso de las políticas monetaria y fiscal, se deben limitar los efectos de segunda vuelta en la inflación importada y monitorear y moderar los costos fiscales de las medidas mitigadoras; asimismo, crear el espacio fiscal para acomodar estas medidas sin perjudicar la sostenibilidad fiscal.

FUENTE: La Seguridad Alimentaria y el Incremento Global en los Precios de los Alimentos. Fondo Monetario Internacional. Junio de 2008.

**B. INTERNO****1. Balanza comercial a junio de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal****a) Balanza comercial a junio de 2008**

La balanza comercial⁸, a junio de 2008, registró un saldo deficitario de US\$3,485.8 millones (equivalente a 9.5% del PIB), superior en US\$626.8 millones (21.9%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo (US\$2,859.0 millones, equivalente a 8.5% del PIB). Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 12.9% en el valor de las exportaciones FOB (26.1% a junio de 2007), al pasar de US\$3,540.4 millones a junio de 2007 a US\$3,996.3 millones a junio de 2008 y, por la otra, por el crecimiento de 16.9% en el valor de las importaciones CIF (12.5% a junio de 2007), al pasar de US\$6,399.4 millones a junio de 2007 a US\$7,482.1 millones a junio de 2008.

que afectaron la cosecha en Brasil (mayor exportador del aromático). Por su parte, el volumen exportado en quintales aumentó, al pasar de 3,238.7 miles a junio de 2007 a 3,543.8 miles en igual período de 2008. Según la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), el incremento en el volumen exportado se explica por la mayor demanda del grano guatemalteco en los mercados internacionales, debido a su alta calidad.



El valor de las exportaciones de café se situó en US\$459.8 millones, monto superior en US\$85.6 millones (22.9%) a lo observado a junio de 2007, lo que se explica por un incremento de 12.3% en el precio medio de exportación y un aumento de 9.4% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$115.54 a junio de 2007 a US\$129.75 en igual fecha de 2008. Según la compañía Newedge USA LLC⁹ de Nueva York, empresa especializada en asesoría y corretaje de inversiones, el aumento en los precios del café se asocia a las expectativas de disminución en el suministro mundial, como consecuencia de las lluvias

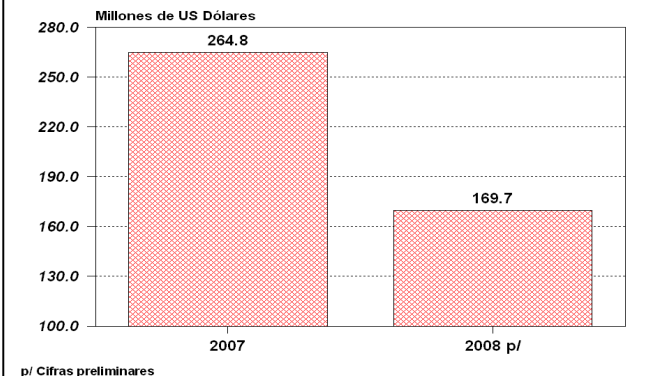
El valor de las exportaciones de azúcar, fue de US\$169.7 millones, monto inferior en US\$95.1 millones (35.9%) en relación al registrado a junio de 2007, como resultado de la disminución de 33.6% en el volumen exportado y de la disminución de 3.5% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales disminuyó, al pasar de 20,725.4 miles a junio de 2007 a 13,766.0 miles en igual período de 2008. La disminución en el volumen exportado, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA) se explica por el incremento en el costo del flete marítimo, sobre todo a mercados lejanos como Asia. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal disminuyó de US\$12.78 a junio de 2007 a US\$12.33 en igual período de 2008. La disminución en el precio medio de exportación de conformidad con la Organización Internacional del Azúcar (OIA), se debe al superávit previsto a nivel mundial en la cosecha de azúcar, debido a un importante incremento en la producción por parte de Brasil e India, ambos, principales productores mundiales del edulcorante.

⁸ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

⁹ LLC: Limited Liability Company.

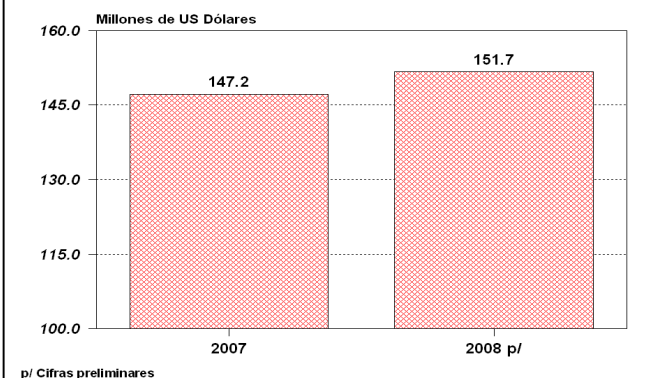


EXPORTACIONES (FOB) DE AZÚCAR A junio de cada año



En lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$151.7 millones, monto superior en US\$4.5 millones (3.1%) al registrado a junio de 2007. Dicho resultado obedeció al alza de 3.5% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.31 a junio de 2007 a US\$10.67 a junio de 2008, pese a que se registró una disminución en el volumen exportado por 60.0 miles de quintales (0.4%). El incremento en el precio medio de exportación es resultado de la reducción de la oferta mundial a causa de que las plantaciones de Filipinas y Malasia han sido atacadas por El Mal de Panamá¹⁰. Por otra parte, la reducción en el volumen de exportaciones de banano se asocia a los daños ocasionados en las plantaciones del norte de Guatemala por las tormentas tropicales Alma y Arthur.

EXPORTACIONES (FOB) DE BANANO A junio de cada año

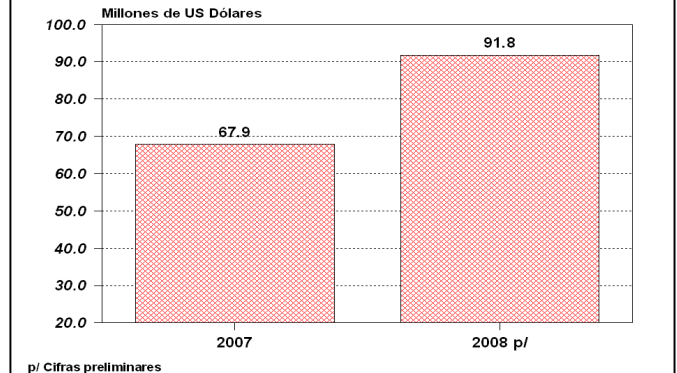


El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$91.8 millones, monto superior en US\$23.9 millones (35.2%) al observado a junio de 2007. Este resultado se explica por el aumento de 92.8% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de

¹⁰ Es una especie de hongo que afecta los suelos.

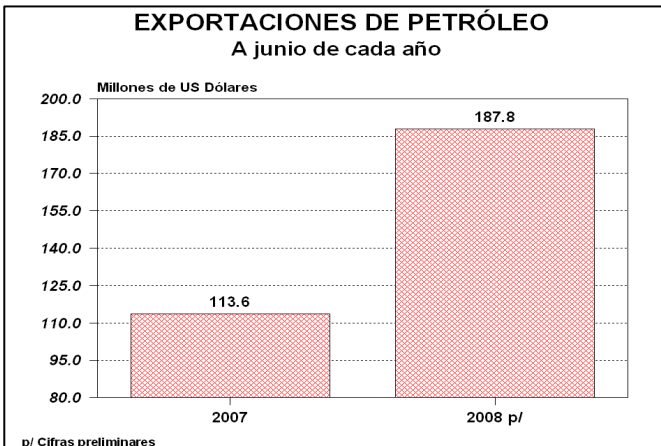
US\$189.24 a junio de 2007 a US\$364.86 a junio de 2008, a pesar de que se registró una disminución en el volumen exportado de 107.2 miles de quintales. De conformidad con la Asociación de Cardamomeros de Guatemala (CARDEGUA), el incremento en el precio internacional del cardamomo se debe al aumento de la demanda mundial.

EXPORTACIONES (FOB) DE CARDAMOMO A junio de cada año



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a junio de 2008 se situó en US\$187.8 millones, monto superior en US\$74.2 millones (65.3%) al registrado al mismo período de 2007, lo que se explica por el incremento en el precio medio de exportación por barril que se situó en US\$78.48, mayor en US\$38.79 (97.8%) al observado a junio de 2007, a pesar de que el volumen exportado disminuyó, al pasar de 2,862.6 miles de barriles a junio de 2007 a 2,393.0 miles de barriles a junio de 2008. El alza en el precio internacional del petróleo se explica, entre otros factores, por la reducción de los inventarios del crudo en los Estados Unidos de América¹¹, el incremento en la demanda de naturaleza especulativa, por la debilidad del dólar principalmente frente al euro y por las tensiones geopolíticas en África y Medio Oriente.

¹¹ El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado (US\$78.48) y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (US\$110.94 a junio de 2008), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, a junio de 2008, éste se situó en US\$2,935.5 millones, monto superior en US\$362.8 millones (14.1%) respecto al de junio de 2007. Este resultado, obedece al incremento por US\$185.0 millones (20.3%) en las exportaciones destinadas a los países del área centroamericana, al aumento por US\$114.7 millones (23.3%) en las exportaciones destinadas al resto del mundo, así como por el incremento por US\$63.1 millones (5.4%) de las exportaciones de maquila.

En lo que respecta a exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en los rubros de productos químicos por US\$63.2 millones; productos alimenticios por US\$27.6 millones; materiales de construcción por US\$22.3 millones; artículos plásticos por US\$12.9 millones; y, frutas y sus preparados por US\$7.6 millones.

En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo, destaca el incremento en los rubros siguientes: frutas y sus preparados por US\$48.9 millones; productos alimenticios por US\$26.3 millones; productos químicos por US\$17.0 millones; artículos de vestuario por US\$11.2 millones; y, caucho natural por US\$10.0 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a junio de 2008, éste se situó en US\$7,482.1 millones, monto superior en US\$1,082.7 millones (16.9%) al registrado en igual período de 2007. Este resultado se explica, principalmente, por el alza en el precio internacional del petróleo y por el comportamiento de la actividad económica del país, el cual ha demandado una mayor cantidad de productos importados, tanto para el proceso productivo como para el consumo. En efecto, las importaciones de Combustibles y Lubricantes crecieron 47.2%, al pasar de US\$1,082.2 millones a junio de 2007 a US\$1,592.7 millones en igual período de 2008. Por su parte, las importaciones de Materiales de Construcción registraron un crecimiento de 26.2%, al pasar de US\$150.1 millones

a junio de 2007 a US\$189.3 millones a junio de 2008. Con relación a las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios, éstas registraron un monto de US\$2,024.2 millones, superior en US\$413.2 millones (25.6%) al valor registrado en igual período del año anterior.

Con relación a las importaciones de Bienes de Consumo registraron un crecimiento de 6.6%, al pasar de US\$1,600.7 millones a junio de 2007 a US\$1,706.7 millones a junio de 2008. Por su parte, las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta, se ubicaron en US\$1,106.3 millones, monto superior en US\$37.5 millones (3.5%) al registrado a junio de 2007. Finalmente, las importaciones de Maquila registraron un monto de US\$862.6 millones, inferior en US\$23.8 millones (2.7%) al monto registrado en igual período de 2007.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 26 de agosto de 2008, las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RMIN) se ubicaron en US\$4,709.3 millones, lo que significa un aumento de US\$389.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2007. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$471.4 millones, egresos de divisas por US\$461.3 millones y otros ingresos netos por US\$378.9 millones.

Los ingresos se originaron principalmente por compras de divisas efectuadas por el Banco Central a los bancos del sistema por medio del Sistema de Electrónico de Negociación de Divisas (SINEDI) por US\$236.6 millones al haberse activado la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y por desembolsos de deuda pública externa recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$234.8 millones. Dentro de dichos desembolsos sobresalen, el del préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$99.7 millones, otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el del préstamo para el Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En lo que respecta a los egresos, se realizaron pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada por US\$284.6 millones y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$176.7 millones.

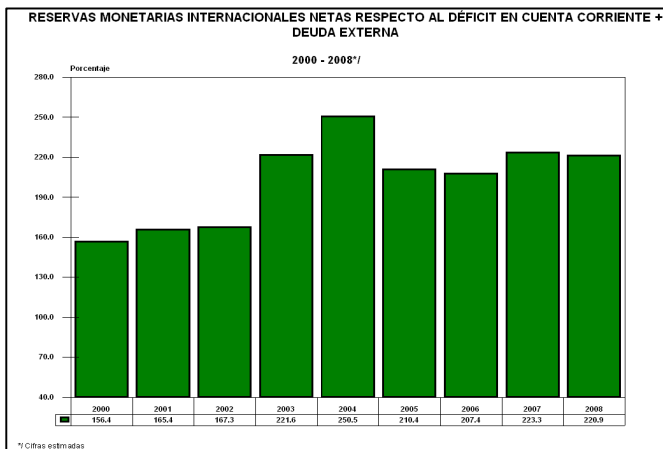
En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan el rendimiento neto de las reservas monetarias internacionales por US\$161.4 millones, los ingresos por regalías provenientes de la explotación de petróleo por US\$110.6 millones, el aumento en el saldo de las cuentas de encaje bancario en moneda



extranjera por US\$17.5 millones y otros conceptos por US\$89.4 millones.

El citado nivel de RMIN permitiría cubrir 3.5 meses de importaciones de bienes, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), se podrían financiar hasta 2.8 meses de importación de bienes. Asimismo, dicho nivel equivale a 7.2 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año y podría cubrir hasta 2.2 veces las citadas obligaciones de corto plazo.

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

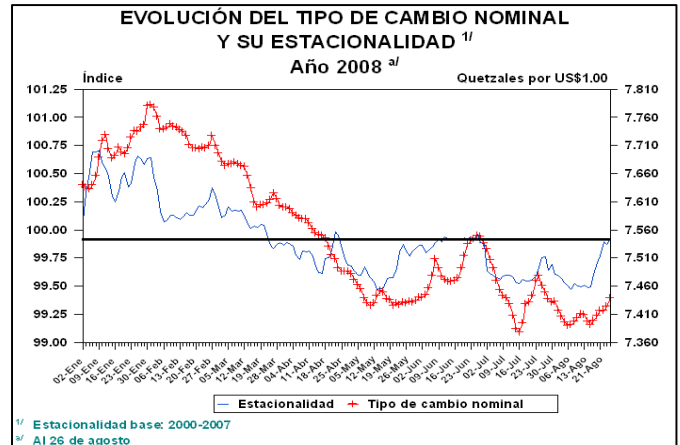


c) Tipo de cambio nominal

i) Comportamiento reciente

El tipo de cambio nominal, promedio ponderado entre compra y venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación de Q0.192 (2.52%) al pasar de Q7.631 por US\$1.00 el 28 de diciembre de 2007 a Q7.439 por US\$1.00 el 26 de agosto de 2008.

En 2008, el comportamiento del tipo de cambio nominal, ha sido congruente con su estacionalidad. No obstante, durante el segundo trimestre se observó una mayor volatilidad en el tipo de cambio nominal, lo que propició la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (SINEDI), comprando US\$236.6 millones. En la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento del tipo de cambio nominal, así como su estacionalidad.



La apreciación registrada por el tipo de cambio nominal hasta agosto, se explica, en adición a su estacionalidad, por mayores ingresos provenientes de exportaciones, de remesas familiares, de turismo y de flujos de capital de largo plazo (asociados a inversión extranjera directa).

ii) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario¹²

En Guatemala, el esquema cambiario es flexible por lo que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario. No obstante, en ese esquema, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario mediante una regla de participación que se basa en criterios objetivos y transparentes, los cuales son conocidos plenamente por el mercado y tiene la única finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. La referida regla de participación se fundamenta en la resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007, modificada en resolución JM-60-2008 del 11 de junio de 2008.

Vale puntualizar que la modificación a la regla de participación brinda una mayor flexibilidad al tipo de cambio, simplifica el procedimiento para hacerla más comprensible para los mercados y permite absorber de mejor manera los choques externos.

¹² Desde 2005 el Banco de Guatemala utiliza una regla para su participación en el mercado cambiario, la cual se ha venido perfeccionando a efecto de hacerla más completa y flexible.



2. La actividad económica para 2008¹³

En 2008 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, registre una tasa de crecimiento de 4.3%¹⁴, porcentaje inferior al de 2007 (5.7%).

El comportamiento previsto en la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, por un lado, en un entorno menos favorable, derivado de la desaceleración económica mundial, en particular, la de los Estados Unidos de América y la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Unión Europea) y, por el otro, de la presencia de choques de oferta, como resultado de los elevados precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. En tal sentido, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que la economía mundial registre un menor dinamismo, al pasar de 5.0% en 2007 a 4.1% en 2008 y las economías emergentes de América Latina y el Caribe se desaceleren de 5.6% en 2007 a 4.5% en 2008.

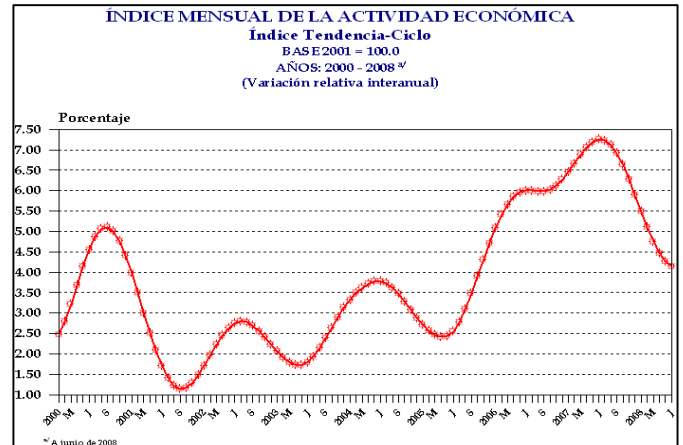
En el orden interno, la reducción que se prevé en las exportaciones y en el ingreso de divisas por remesas familiares y turismo, derivado de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, se espera sea contrarrestada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y de la solidez de los principales fundamentos macroeconómicos del país.

a) Índice Mensual de la Actividad Económica

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), su tendencia-ciclo, después de haber mostrado un comportamiento ascendente que empezó en septiembre de 2006 y finalizó en junio de 2007, cuando su variación interanual alcanzó el punto máximo (7.26%), luego de lo cual empezó a desacelerarse hasta ubicarse en junio de 2008 en 4.15%. Este resultado es congruente con lo esperado en la actividad económica para el presente año.

¹³ Un análisis detallado por rama de actividad se presenta en Anexo 2.

¹⁴ En el presente mes se revisó nuevamente a la baja la tasa de crecimiento del producto interno bruto para 2008, considerando los aspectos siguientes: a) la última información disponible sobre el crecimiento económico previsto de los principales socios comerciales del país; b) la información más reciente de variables relevantes de los sectores real, monetario, fiscal y externo; y, c) los resultados de la encuesta económica continua a más de 1,250 empresas productivas, con base en el nuevo marco metodológico del Sistema de Cuentas Nacionales SCN93.



3. Finanzas públicas

a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a agosto de 2008 registró un superávit fiscal de Q1,049.8 millones, equivalente a 0.4% del PIB (déficit de Q1,829.9 millones a agosto de 2007, equivalente a 0.7% del PIB). Cabe indicar que a agosto del presente año se registró un superávit primario¹⁵ (1.3% del PIB), superior en 0.9 puntos porcentuales al registrado a la misma fecha de 2007, como resultado de que al excluir el pago de intereses de la deuda pública por Q2,706.5 millones del gasto total, se genera un superávit por Q3,756.3 millones (superávit de Q903.9 millones a agosto de 2007) y un ahorro corriente de Q6,720.8 millones.

Los ingresos totales a agosto de 2008 registraron un monto de Q23,986.8 millones, superior en Q2,087.8 millones (9.5%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 67.5% en relación al total presupuestado para 2008. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q22,655.6 millones, monto superior en Q1,820.2 millones (8.7%) al registrado a agosto de 2007. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos indirectos (Q981.3 millones) respecto a agosto de 2007. El aumento en la recaudación de los impuestos indirectos se debe, principalmente, al incremento en el monto recaudado en concepto de Impuesto al Valor Agregado (IVA), el cual se situó en Q10,918.6 millones, monto superior en Q945.8 millones al percibido en igual período de 2007.

¹⁵ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública de la medida convencional del déficit fiscal.



Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue superior en Q837.6 millones (13.4%) respecto a la registrada a agosto de 2007.

En lo que se refiere a los gastos totales, a agosto de 2008 éstos se situaron en Q22,937.0 millones, monto menor en Q791.9 millones (3.3%) respecto al registrado en igual período de 2007. Esta disminución se asocia, principalmente, a la entrada en vigencia de nuevas normas de ejecución presupuestaria contenidas en el Decreto Número 70-2007 del Congreso de la República, Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2008.

Por su parte, los gastos de funcionamiento, a agosto de 2008, se ubicaron en Q16,978.0 millones, monto superior en Q720.1 millones (4.4%) al del mismo período del año anterior, como resultado, principalmente, de mayores gastos de operación (Q1,316.2 millones), de la reducción del pago de intereses de la deuda pública (Q27.3 millones), así como de la disminución en las transferencias corrientes (Q568.8 millones).

Por otra parte, a agosto de 2008, los gastos de capital se situaron en Q5,959.0 millones, inferiores en Q1,512.0 millones (20.2%) a los registrados a igual mes de 2007, como resultado de menores gastos de inversión directa e inversión indirecta por Q819.1 millones (30.6%) y Q692.9 millones (14.5%), respectivamente.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q550.9 millones, como resultado de desembolsos por Q1,837.2 millones¹⁶ y amortizaciones por Q1,286.3 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q341.4 millones, debido a negociaciones de títulos públicos por Q1,917.1 millones, a vencimientos por Q1,182.4 millones y a la emisión de Bonos del Tesoro por Q393.3 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente al ejercicio contable 2006.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a agosto de 2008, un incremento en la caja fiscal de Q1,942.1 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A AGOSTO
AÑOS 2007 - 2008
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2007	2008 P ¹	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	21,899.0	23,986.8	2,087.8	9.5
A. Ingresos	21,732.1	23,714.1	1,982.0	9.1
1. Ingresos Corrientes	21,725.0	23,698.8	1,973.8	9.1
a. Tributarios	20,835.4	22,655.6	1,820.2	8.7
b. No Tributarios	889.6	1,043.2	153.6	17.3
2. Ingresos de Capital	7.1	15.3	8.2	115.5
B. Donaciones	166.9	272.7	105.8	63.4
II. Total de Gastos	23,728.9	22,937.0	-791.9	-3.3
A. Funcionamiento	16,257.9	16,978.0	720.1	4.4
B. Capital	7,471.0	5,959.0	-1,512.0	-20.2
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,829.9	1,049.8	2,879.7	-157.4
(-Déficit +Superávit)				
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	5,467.1	6,720.8	1,253.7	22.9
V. Financiamiento	1,829.9	-1,049.8	-2,879.7	-157.4
A. Financiamiento Externo Neto	2,041.4	550.9	-1,490.5	-73.0
B. Financiamiento Interno Neto	2,566.1	341.4	-2,224.7	-86.7
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,777.6	-1,942.1	835.5	-30.1

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.
P¹ Cifras preliminares.

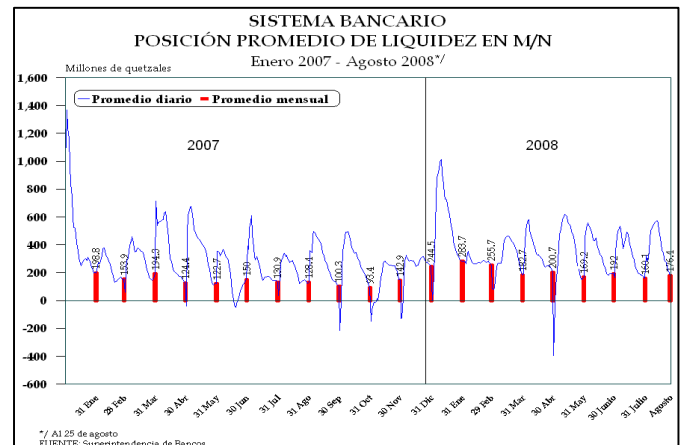
4. Sistema financiero

a) Entidades bancarias locales

i) Liquidez bancaria

• En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, es un indicador del nivel de recursos financieros disponibles en el sistema bancario. En ese sentido, el período enero 2007- agosto de 2008, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos de liquidez como se ilustra en la gráfica siguiente.

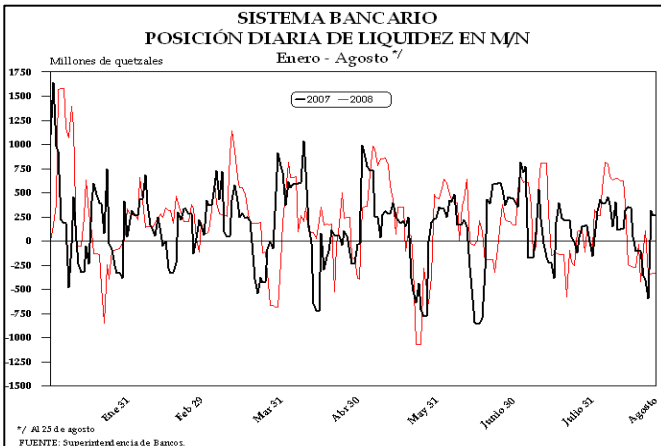


Por su parte, la liquidez diaria que los bancos del sistema registraron de enero a agosto de 2008, muestra un comportamiento similar al observado en igual período de 2007. Sobre el particular, entre enero y agosto del presente año, la liquidez diaria registró el nivel máximo el 6 de enero, al situarse en Q1,581.7

¹⁶ Sobresalen los desembolsos recibidos en junio, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) correspondientes al "Tercer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia" por US\$100.0 millones (equivalentes a Q742.5 millones) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) destinado al "Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública Fase II" por US\$100.0 millones (equivalentes a Q753.4 millones).



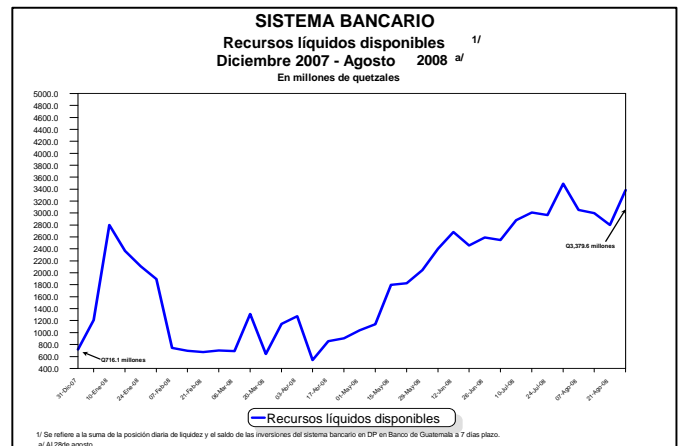
millones y el mínimo el 23 de mayo, al ubicarse en -Q1,070.2 millones.



En el comportamiento de la liquidez bancaria en el período citado, se observan cuatro episodios. En el primero, en enero de 2008, el sistema bancario redujo su nivel de liquidez diaria en forma importante, lo cual se atribuye a la canalización de recursos a la inversión en DP en el Banco Central y en títulos del Gobierno Central, así como al mayor flujo de recursos destinados al aumento del crédito, factores que fueron contrarrestados por el incremento en los recursos de financiamiento, especialmente los relativos a las captaciones bancarias y al crédito obtenido en el exterior. En el segundo episodio, que abarca febrero y parte de marzo, el sistema bancario incrementó sus niveles de liquidez, debido a los recursos provenientes de la desinversión en DP en el Banco de Guatemala y en títulos del Gobierno Central, lo cual, aunado al menor dinamismo del crédito durante marzo, permitió elevar el nivel de recursos disponibles. En el tercer episodio, comprendido de abril a junio, particularmente durante la mayor parte de abril y mayo, el sistema bancario mostró niveles positivos de liquidez debido, en parte, a la desinversión en DP en el Banco Central y al menor dinamismo en el otorgamiento de crédito; sin embargo, durante la última semana de mayo la situación se revirtió, ya que el sistema bancario mostró niveles negativos de liquidez, aspecto que se asocia a un aumento significativo en la inversión en DP en el Banco Central; y, en menor medida, al otorgamiento de crédito. En junio los niveles de liquidez del sistema bancario fueron positivos, debido, principalmente, al aumento de las captaciones totales. En el cuarto

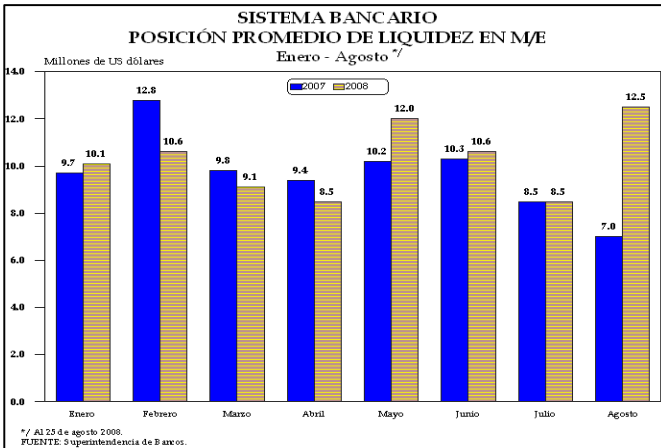
episodio, que comprende julio y agosto, se observa, durante la primera quincena de julio, que la liquidez del sistema bancario registró niveles positivos, asociados al incremento en el nivel de captaciones y al menor dinamismo en el otorgamiento de crédito, situación que se revierte durante la segunda quincena de julio, cuando se recuperó el nivel del crédito y se incrementaron las inversiones en DP del Banco Central. De igual manera, se observa que durante la primera quincena de agosto, los niveles de liquidez se recuperaron, principalmente, por la reducción en los niveles de inversión en títulos públicos; mientras que, durante la última parte de agosto, el sistema bancario registró niveles de liquidez negativos, lo cual se asocia al descenso en los niveles de captaciones y al incremento en el otorgamiento de crédito.

Vale mencionar que al 28 de agosto los bancos del sistema contaban con recursos líquidos disponibles (posición diaria de encaje + inversiones en DP en el Banco de Guatemala a 7 días plazo) por alrededor de Q3,380.0 millones, como se ilustra en la gráfica siguiente. Dichos recursos, se constituyen en una fuente de liquidez potencial para la economía.

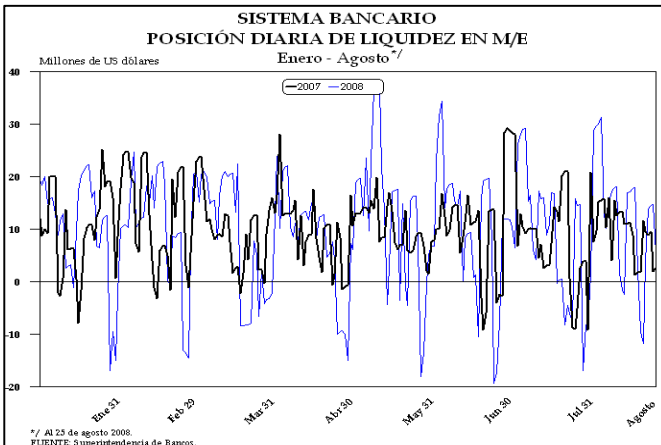


- **En moneda extranjera**

En el período comprendido de enero a agosto de 2008, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró, en general, un comportamiento estable y similar al del año anterior, como se ilustra en la gráfica siguiente.



En cuanto a la liquidez diaria del sistema bancario en moneda extranjera, de enero a agosto de 2008, ésta mostró un comportamiento similar al observado en el mismo período del año previo, registrando el nivel mínimo el 24 de junio (-US\$19.3 millones) y el máximo el 11 de mayo (US\$37.0 millones).



ii) Cartera crediticia total por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información preliminar al 31 de julio de 2008, se situó en Q75,333.0 millones, monto superior en Q10,345.7 millones (15.9%) al registrado a igual mes del año anterior. A la referida fecha, la cartera crediticia se concentró en las actividades económicas siguientes: *consumo, transferencias y otros*, 27.7%; *comercio*, 21.1%; *construcción*, 15.0%; *establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas*, 12.3%; e, *industria manufacturera*, 11.0%.

SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2007 - 2008
- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	Julio 2007	Julio 2008	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
			2007	2008	ABSOLUTA	RELATIVA
SALDO DE LA CARTERA (i +ii+iii)	64,987.3	75,333.0			10,345.7	15.9
I. Sub-Total ^{1/}	58,549.6	69,917.8	100.0	100.0	11,368.8	19.4
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	3,327.0	3,700.0	5.7	5.4	373.0	11.2
Explotación de minas y canteras	110.9	152.3	0.2	0.2	41.4	37.3
Industria manufacturera	6,465.3	7,686.9	11.0	11.0	1,221.6	18.9
Electricidad, gas y agua	1,709.2	2,097.3	2.9	3.0	388.1	22.7
Construcción	8,259.4	10,485.7	14.1	15.0	2,226.3	27.0
Comercio	12,707.9	14,786.4	21.7	21.1	2,078.5	16.4
Transporte y almacenamiento	770.4	931.5	1.3	1.3	161.1	20.9
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	6,003.0	8,581.2	10.3	12.3	2,578.2	42.9
Servicios comunales, sociales y personales	2,177.4	2,102.2	3.7	3.0	-75.2	-3.5
Consumo, transferencias y otros	17,018.5	19,393.8	29.1	27.7	2,375.3	14.0
II. Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	3,164.6	3,023.7			-141.2	-4.5
III. Saldo de la Cartera Crediticia de las instituciones suspendidas por la Junta Monetaria	3,273.4	2,391.5			-881.9	-26.9

^{1/} Cifras desagregadas de la cartera no incluyen dos instituciones que no presentaron información.
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

La literatura económica moderna¹⁷ indica que la demanda de crédito bancario al sector privado tiene ciertos determinantes fundamentales que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) se estimaron las funciones logarítmicas de demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E con información estadística disponible del período de enero de 2000 a julio de 2008. Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), es significativo si se examinan los valores de los coeficientes de determinación (R^2) de 98.10%, 97.97% y 97.49%, respectivamente. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas a un nivel de confianza de 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado; es decir, un aumento en la actividad económica implica un incremento en la demanda de crédito; un incremento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el recuadro siguiente.

¹⁷BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESECADENAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review; y, Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.

RECUADRO 4
SISTEMA BANCARIO
MODELOS DE DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO, TOTAL,
EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 Ln CSP _t TOTAL		MODELO 2 Ln CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 Ln CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t
Constante α	20.00	33.75	18.63	37.91	21.31	24.15
IMAE _t	0.11	30.23	0.09	28.61	0.17	31.91
Tasa de interés activa _t	-0.06	-39.09	-0.04	-23.23	-0.11	-9.52
Ln tipo de cambio _t	-4.44	-15.53	-3.91	-16.40	-5.80	-13.76
Residuo _{t-1} *	0.95	24.72	0.96	26.54	0.97	23.98
Período muestral	enero 2000 - julio 2008		enero 2000 - julio 2008		mayo 2001 - julio 2008	
Coefficiente determinación R ²	0.981032		0.979739		0.974927	
Durbin-Watson	1.774062		1.738417		1.706598	

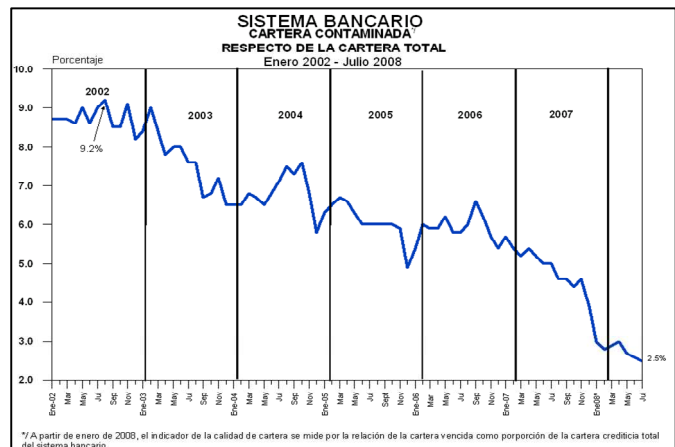
* Se corrigió la autocorrelación con base en el método de Cochrane-Orcutt y el impulso del promedio móvil de los residuos.
 Nota: De acuerdo con el número de observaciones, el valor crítico *t* es igual a 1.980 al nivel de significancia del 5%.
 Donde: Ln CSP_t = Logaritmo natural del crédito bancario al sector privado en el período t.
 IMAE_t = Ritmo de crecimiento del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t.
 Tasa de interés activa_t = Tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario en el período t.
 Ln tipo de cambio_t = Logaritmo natural del tipo de cambio de referencia del último día de cada mes en el período t.

Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, manteniéndose constantes las demás variables, la demanda del crédito bancario al sector privado, total, en M/N y en M/E, crece en aproximadamente 0.11%, 0.09% y 0.17%, respectivamente. Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de crédito, total, en M/N y en M/E, en alrededor de 0.06%, 0.04% y 0.11%, en su orden. Por último, una depreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario del sector privado, total, en M/N y en M/E en alrededor de 4.44%, 3.91% y 5.80%, respectivamente.

iii) Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, medida por la relación entre la cartera vencida respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ésta ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en agosto de 2002 dicho indicador se situó en 9.2% y representa el porcentaje más alto observado durante el período de enero de 2002 a julio de 2008.

De acuerdo a cifras al 31 de julio de 2008, el monto de la cartera vencida se situó en Q1,838.4 millones (Q3,063.5 millones a julio de 2007), equivalente a 2.5% de la cartera total de créditos (5.0% a julio de 2007).

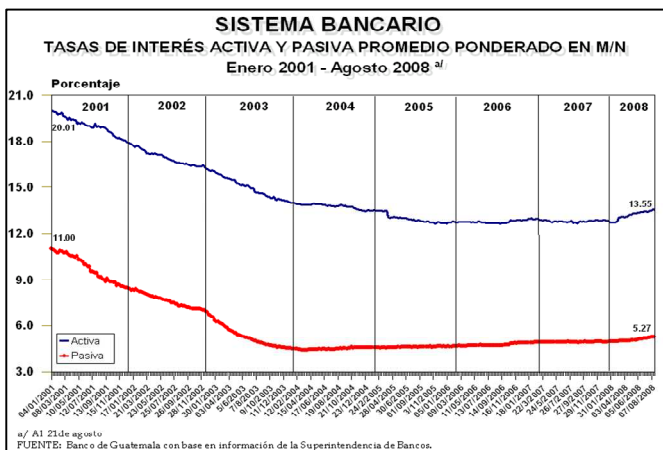




iii) Tasa de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario

• En moneda nacional

De enero a agosto de 2008, las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, continuaron con un comportamiento estable y con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 21 de agosto se situó en 13.55%, superior en 0.66 puntos porcentuales respecto a la observada a finales de diciembre de 2007 (12.89%)¹⁸; mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 5.27%, superior en 0.36 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2007 (4.91%)¹⁹. Cabe señalar que como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera se situó en 8.28 puntos porcentuales, superior en 0.30 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2007 (7.98 puntos porcentuales).

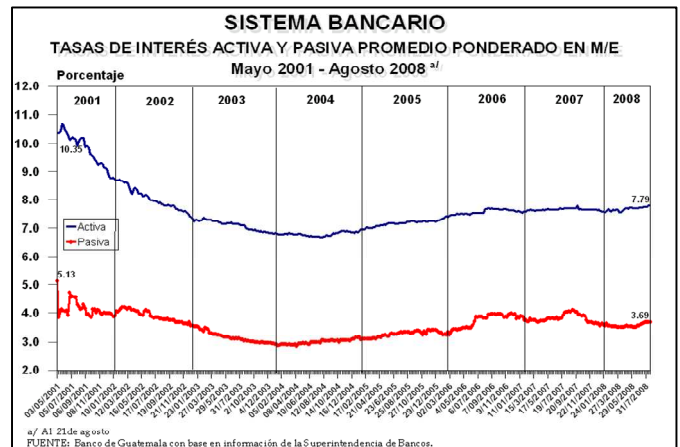


¹⁸ Al desagregar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se tiene que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 11.93%, mientras que al 21 de agosto de 2008 fue de 12.20%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa se ubicó en 12.39%, en tanto que al 21 de agosto de 2008 se situó en 13.34%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 21.28%, mientras que al 21 de agosto de 2008 se situó en 24.37%.

¹⁹ Al desagregar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se tiene que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 4.59%, mientras que al 21 de agosto de 2008 fue de 4.93%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 5.16%, en tanto que, al 21 de agosto de 2008 se ubicó en 5.69%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se situó en 6.51%, mientras que al 21 de agosto de 2008 se ubicó en 6.89%.

• En moneda extranjera

Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, durante el periodo enero-agosto de 2008 exhibieron un comportamiento estable y con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, el 21 de agosto se situó en 7.79%, superior en 0.16 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2007 (7.63%)²⁰. Por su parte, la tasa de interés pasiva promedio ponderado también mostró un incremento, al pasar de 3.63% en diciembre de 2007 a 3.69% el 21 de agosto de 2008²¹. Vale puntualizar que como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó en 0.10 puntos porcentuales, al pasar de 4.00 puntos porcentuales en diciembre de 2007 a 4.10 puntos porcentuales el 21 de agosto de 2008.



El objetivo fundamental del Banco Central es promover la estabilidad en el nivel general de precios, para lo cual la Autoridad Monetaria orienta las acciones de política monetaria para alcanzar dicho objetivo.

²⁰ Al desagregar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se tiene que la relativa del grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 7.32%, mientras que al 21 de agosto de 2008 fue de 7.37%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2007 se ubicó en 8.23%, en tanto que al 21 de agosto de 2008 se situó en 8.69%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 8.83%, mientras que al 21 de agosto de 2008 se situó en 9.62%.

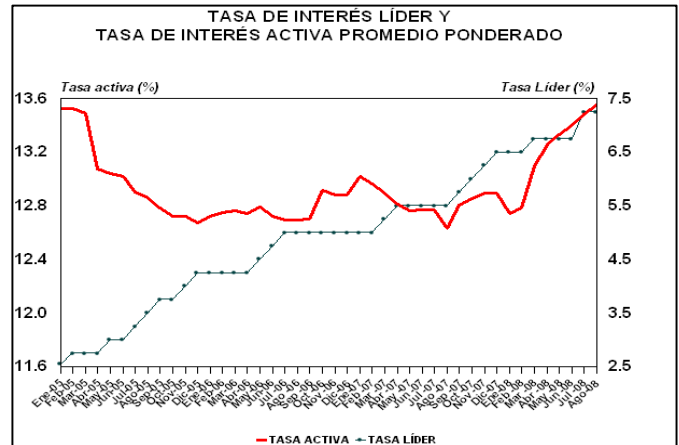
²¹ Al desagregar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se tiene que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 3.48%, mientras que al 21 de agosto de 2008 fue de 3.40%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 3.70%, en tanto que al 21 de agosto de 2008 se ubicó en 3.91%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se situó en 4.68%, mientras que al 21 de agosto de 2008 se situó en 4.76%.



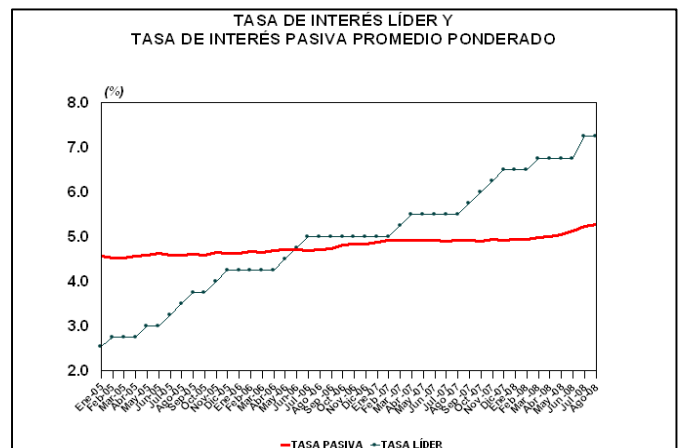
De acuerdo con la teoría monetaria, el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo se transmite gradualmente del sector financiero al sector real, hasta incidir en la inflación. En este sentido, el Banco Central busca influir en las tasas de interés de largo plazo mediante el manejo directo de una tasa de interés de corto plazo (la tasa de interés líder de la política monetaria)²².

Es conveniente indicar, que en lo que va de 2008, la Junta Monetaria decidió en dos oportunidades aumentar la tasa líder de la política monetaria. En efecto, la primera, en su sesión celebrada el 26 de marzo de 2008, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural, decidió elevar el nivel de la misma en 25 puntos básicos, ubicándola en 6.75% y, la segunda, en sesión celebrada el 23 de julio de 2008, luego de conocer también el Balance de Riesgos de Inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural, decidió elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 50 puntos básicos, pasando de 6.75% a 7.25%.

Como se observa en la gráfica siguiente, la tasa de interés líder de la política monetaria se ha incrementado gradualmente desde enero de 2005 hasta agosto de 2008; sin embargo, los aumentos registrados en la misma no afectaban el comportamiento de las tasas de interés a plazos más largos. Esto obedecía, en parte, a que el nivel de la tasa de interés líder en enero de 2005 se encontraba en un nivel bajo (2.55%). Por lo tanto, conforme su valor se fue incrementando gradualmente, su impacto en las tasas de interés bancarias se empezó a observar. En el caso de la tasa de interés activa promedio ponderado, al 21 de agosto de 2008 ésta se incrementó en alrededor de 66 puntos básicos con respecto del nivel registrado en diciembre de 2007.



Por su parte, al analizar el comportamiento de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, se puede observar que el mismo no ha estado significativamente correlacionado con el de la tasa líder de política monetaria. En efecto, desde julio de 2006 la tasa de interés líder superó a la tasa de interés pasiva promedio ponderado, situación que denota la necesidad de mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria para que éste opere con mayor efectividad, en virtud de que la restricción de las condiciones monetarias se materializa cuando los niveles de tasas de interés pasivas son lo suficientemente atractivos para inducir un incremento en las captaciones bancarias y una reducción en los excedentes de liquidez.



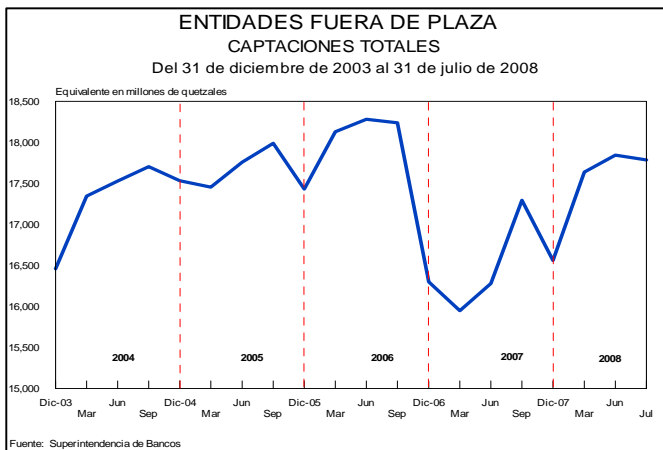
²² La tasa de interés líder de la política monetaria en Guatemala es la que corresponde a las operaciones de estabilización monetaria a 7 días plazo.

**b) Entidades fuera de plaza (off shore)**

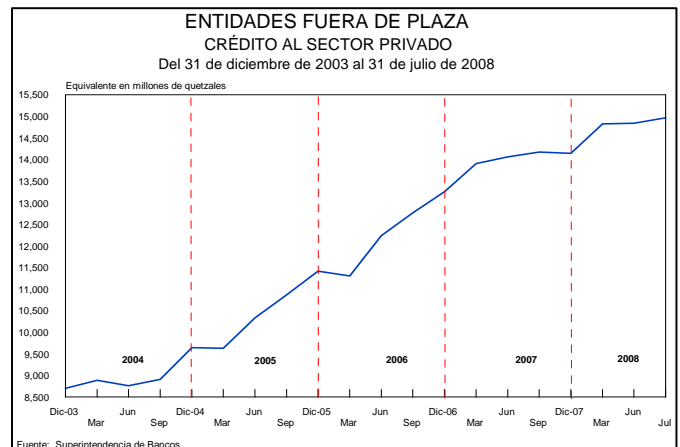
Los datos disponibles permiten, de manera general, realizar un análisis desagregado de las operaciones de las entidades fuera de plaza, particularmente de las captaciones y del crédito al sector privado

i) Captaciones

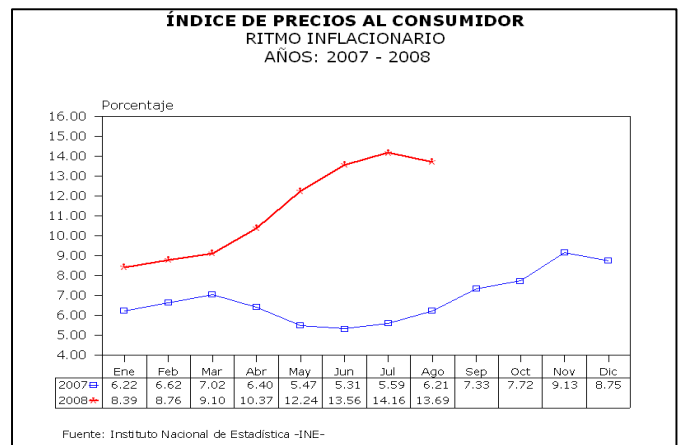
Las captaciones totales de las entidades fuera de plaza registraron, al 31 de julio de 2008, un saldo por el equivalente a Q17,785.5 millones, monto superior en Q1,134.7 millones (6.8%) al registrado al 31 de julio de 2007 y en Q1,223.6 millones (7.4%) al registrado el 31 de diciembre de 2007.

**ii) Crédito al sector privado**

El crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza, al 31 de julio de 2008, registró un saldo por el equivalente de Q14,966.5 millones, monto superior en Q909.6 millones (6.5%) al observado al 31 de julio de 2007 y en Q825.4 millones (5.8%) al registrado el 31 de diciembre de 2007.

**III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA****A. META DE INFLACIÓN****1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de agosto de 2008**

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 31 de agosto de 2008, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 13.69%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.



El comportamiento observado en la inflación interanual a agosto de 2008 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 17.72%. Cabe destacar que esta división de gasto explica el 57.85% del total del ritmo inflacionario, sobresaliendo el incremento



observado en el índice de los grupos de gasto siguiente: Aceites y grasas (46.98%); Hortalizas, legumbres y tubérculos (36.50%); Pan y cereales (23.28%); Leche, productos lácteos y huevos (19.69%); Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas (10.98%); y, Carnes (10.36%).

A nivel de productos, los que registraron el mayor impacto en el ritmo inflacionario fueron el Frijol (56.31%) y el Pan (34.90%) que, en conjunto, representaron 22.14% del total de la inflación registrada a agosto de 2008.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%), registró a agosto de 2008 un crecimiento interanual de 23.75%, que representó el 17.17% del ritmo inflacionario. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio del Transporte extraurbano (61.70%); del Transporte urbano (53.77%); y, de la Gasolina (27.85%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%) registró, a agosto de 2008, una variación interanual de 13.60% y explicó el 8.84% del ritmo inflacionario. En dicho comportamiento incidió, principalmente, el incremento en el precio medio del Gas propano (31.60%) y del Servicio de electricidad (22.82%).

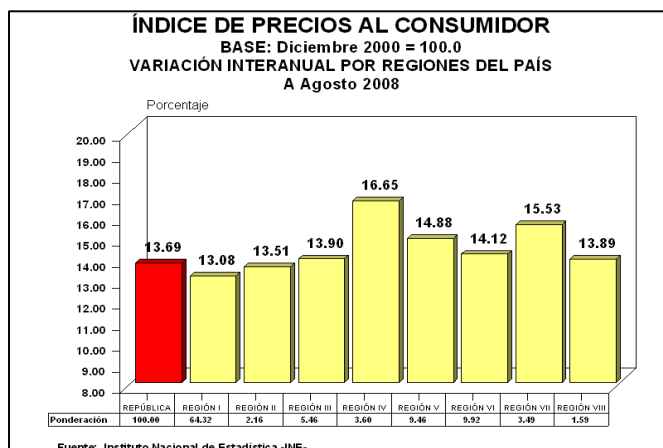
El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 83.86% del ritmo inflacionario observado a agosto de 2008.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
A agosto 2008

DIVISIONES DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	AGOSTO 2007	AGOSTO 2008	RITMO INFLACIONARIO ^{1/}	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE ^{2/}
ÍNDICE GENERAL	100.00	160.97	183.00	13.69	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	185.70	218.61	17.72	57.85
2. Vestuario y calzado	7.94	131.41	135.10	2.81	1.31
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	143.29	162.78	13.60	8.84
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	145.11	158.86	9.47	4.97
5. Salud	5.48	148.30	156.12	5.27	1.97
6. Transporte y comunicaciones	10.92	145.74	180.35	23.75	17.17
7. Recreación y cultura	6.83	154.15	164.10	6.45	3.07
8. Educación	5.60	154.82	162.80	5.15	2.05
9. Bienes y servicios diversos	6.53	145.09	154.38	6.41	2.78

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-
^{1/} Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.
^{2/} Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

A nivel de regiones²³, la Región IV registró el ritmo inflacionario más alto, 16.65%; la Región VII exhibió una variación interanual de 15.53%; y, la Región V registró una variación de 14.88%. Por su parte, la Región I, que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, registró un ritmo inflacionario de 13.08%, inferior en 0.61 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (13.69%).



En la Región IV, con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio de las otras verduras y hortalizas (45.20%); del frijol (45.17%); de los productos de tortillería (36.22%); del transporte extraurbano (30.44%); del pan (29.05%); y, del servicio de electricidad (23.68%). Cabe indicar que los incrementos mencionados explican, en conjunto, el 56.87% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región VII, con una ponderación de 3.49%, obedece, particularmente, al alza registrada en el precio medio de la papa (79.65%); del pan (48.56%); del transporte extraurbano (46.29%); del tomate (44.51%); del frijol (37.81%); y, de la carne de aves frescas, refrigerada o congelada (16.77%); rubros que, en conjunto, representaron el 50.92% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región V, con una ponderación de 9.46%, se debe, principalmente, al alza registrada en el precio medio de los rubros siguientes: papa (57.78%); frijol (51.18%); pan (44.20%); jabón en bola (38.65%), transporte

²³ Región I, Metropolitana (Departamento de Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.



extraurbano (37.50%); y, carne de aves fresca, refrigerada o congelada (27.70%) que, en conjunto, explicaron el 46.72% de la variación interanual de dicha región.

La variación interanual registrada en la Región I, con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en el precio medio del transporte extraurbano (108.80%); del transporte urbano (56.87%); del frijol (54.10%); del transporte aéreo (44.78%); del gas manufacturado (31.46%); del pan (30.76%); de la gasolina (27.78%); del servicio de electricidad (22.14%); de la carne de aves fresca, congelada y refrigerada (21.50%); del desayuno o cena (16.85%); y, de los almuerzos (10.29%). Los incrementos en los precios de los citados bienes y servicios representaron, en conjunto, el 55.81% del total de la variación interanual registrada.

2. Inflación subyacente dinámica

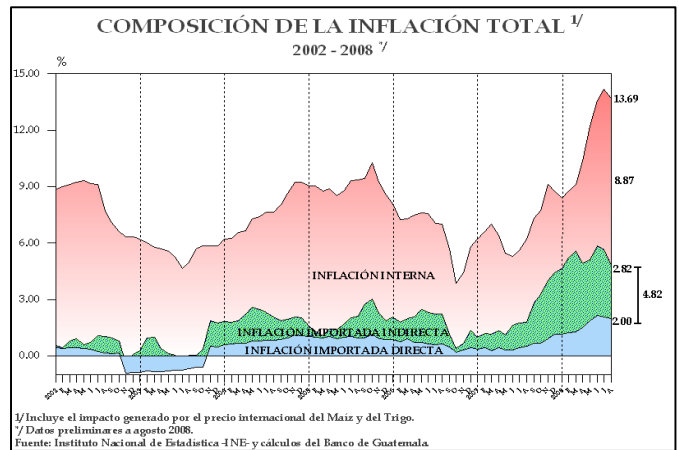
Esta medida consiste en calcular el índice de inflación subyacente mediante la exclusión de los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad, eliminando de su composición tanto variaciones intermensuales positivas como negativas.

En ese sentido, la inflación subyacente dinámica registró una variación interanual de 9.27%²⁴ a agosto de 2008, inferior en 4.42 puntos porcentuales respecto del ritmo inflacionario del IPC total (13.69%).

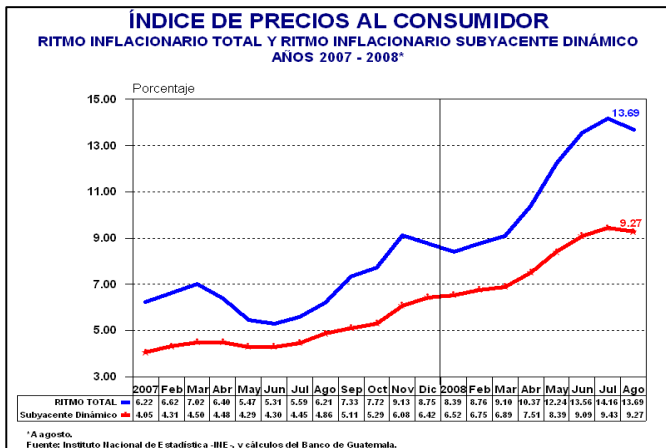
3. Inflación importada

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

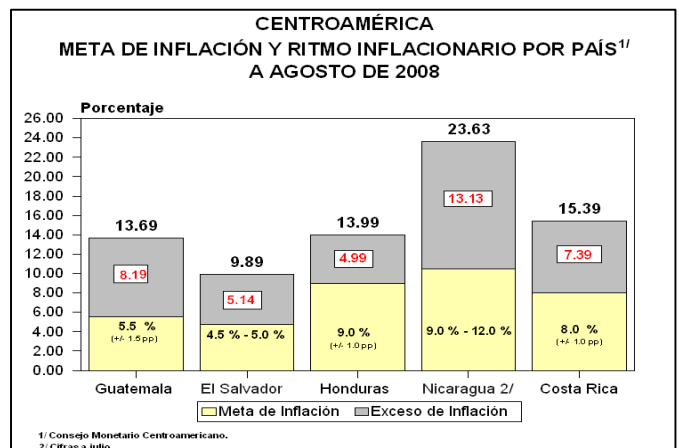
A agosto de 2008, la inflación importada explica 4.82 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (13.69%), de los cuales 2.00 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 2.82 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente:



Cabe indicar que en el resto de países centroamericanos, al igual que en Guatemala, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta puntual prevista para 2008, situación que se asocia, en parte, al efecto proveniente de la inflación importada.



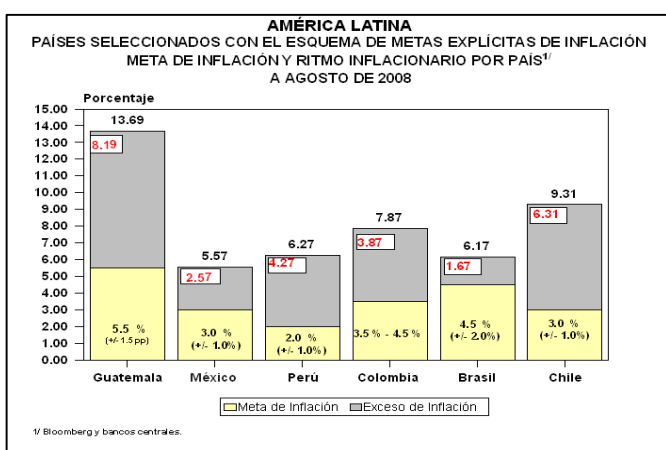
²⁴ Para el cálculo de la inflación subyacente dinámica a agosto de 2008, se excluyeron los precios de los bienes y servicios siguientes: tomate, cebolla, guisquil, culantro o cilantro, transporte aéreo, especias, aderezos y productos aromáticos, y golosinas, productos sintéticos y otras comidas preparadas, los que, en conjunto, representan 2.06% de la ponderación total del IPC.



Los choques externos que se han venido comentando, también han afectado a otros países de

Latinoamérica que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, entre los que se encuentran Chile, Colombia, México, Brasil y Perú. En efecto, dichos choques han aumentado el nivel general de precios por encima de las metas de inflación establecidas por los respectivos bancos centrales. En general, los choques mencionados obedecen a incrementos sostenidos en los precios internacionales del petróleo y derivados, así como de los alimentos.

En esos países resalta el caso de Chile que registró un ritmo inflacionario de 9.31% a agosto de 2008, superior en 6.31 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año. Por su parte, Perú y Colombia registraron ritmos inflacionarios de 6.27% y 7.87%, en su orden, los cuales también se ubicaron por encima de las metas de inflación que estos países establecieron para 2008.



4. Respuesta de política monetaria

Como se indicó, desde el segundo semestre de 2007 se inició una tendencia alcista de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo, que han impactado en el comportamiento de la inflación, la cual se ubicó a finales de 2007 por arriba de la meta establecida para dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual), situación que ha prevalecido en el primer semestre de 2008, aun cuando en julio y agosto la tendencia se ha revertido.

En respuesta a dicha tendencia y con el objeto de moderar las expectativas inflacionarias y contrarrestar los efectos de segunda vuelta, la Junta Monetaria en 2007 aumentó la tasa de interés líder de la política monetaria en seis ocasiones (25 puntos básicos en cada una), hasta ubicarla a finales de ese año en 6.50%, siendo Guatemala, a nivel mundial, uno de los países que más aumentó su tasa de interés de política monetaria en el referido año.

La Junta Monetaria, en marzo de 2008, incrementó la tasa de interés líder en 25 puntos

básicos de 6.50% a 6.75%. En esa ocasión tomó en consideración que el ritmo inflacionario registrado a febrero había revertido la desaceleración observada en los dos meses previos y que era importante moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta derivados de los choques externos que continuaban incidiendo en el comportamiento del índice de precios, principalmente por los elevados precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como de los productos derivados de los mismos.

En julio de 2008, la Junta Monetaria incrementó la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, con base en los elementos siguientes: a) que el panorama inflacionario a nivel mundial se había deteriorado en los meses recientes, acelerando las expectativas de inflación; b) que el ritmo inflacionario se ubicaba en dos dígitos y que la tendencia había sido creciente en los últimos cinco meses, situación que denotaba que las expectativas de inflación se habían deteriorado a nivel interno; c) que los pronósticos de inflación se ubican por arriba de la meta para 2008 y para 2009; d) que los choques de oferta continúan representando riesgos inflacionarios (alzas en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo), lo que podría propagar los efectos de la inflación importada a otros precios de bienes y servicios; y e) que aun cuando los principales agregados monetarios registraban tasas de crecimiento interanual menores a los corredores previstos, era necesario tomar medidas de política monetaria con el propósito de moderar expectativas de inflación para que, una vez se reduzca la intensidad de los choques externos, la inflación retorne a niveles de un dígito y converja a las metas previstas para el mediano plazo.

Es relevante puntualizar que las decisiones de la Junta Monetaria en términos de ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, se basan en un análisis integral de las condiciones internas y externas que afectan la inflación, para lo cual, como se indicó, toma en consideración el Balance de Riesgos de Inflación, el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria y los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), y tienen como propósito moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta que provienen de los citados choques externos.

B. COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Dada la incidencia en el mediano plazo del comportamiento de los agregados monetarios sobre la inflación, éstos constituyen variables indicativas que



pueden evidenciar la presencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Al 21 de agosto de 2008, las variables relevantes como los medios de pago, la emisión monetaria y el crédito bancario al sector privado se ubicaron por debajo del límite inferior de su respectivo corredor estimado²⁵. Este comportamiento contrasta con el observado en el mismo período de 2007, en el que se presentaron desvíos respecto de los límites superiores de los corredores estimados, principalmente en el crédito bancario al sector privado y en la emisión monetaria, situación que evidenciaba una exacerbación de las expectativas de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario, asociada a la suspensión de operaciones de dos entidades bancarias. En ese sentido, el comportamiento en 2008, como se analiza más adelante, denota una mejora en la confianza de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario del país.

A continuación se presenta el comportamiento de los agregados monetarios al 21 de agosto de 2008.

1. Liquidez primaria

La Junta Monetaria en resolución JM-64-2006 dispuso, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y de las OEM que tienen incidencia en la liquidez bancaria, denominado base monetaria amplia. En ese sentido, la orientación que brinda la liquidez primaria como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables.

A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 21 de agosto de 2008.

a) Emisión monetaria

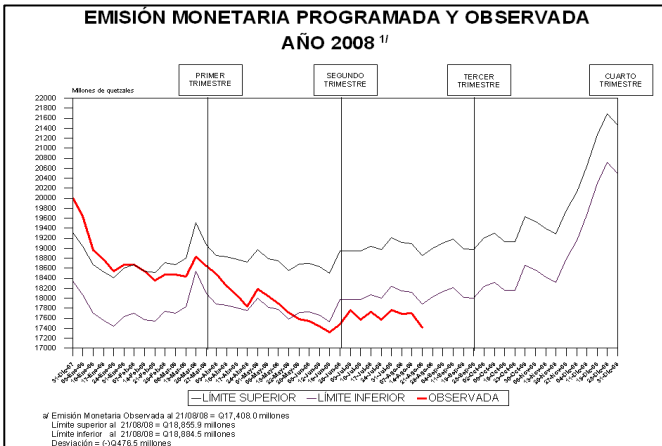
Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2008, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos interanuales, en 11.4%, compatible con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 4.8% y con la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales)²⁶.

Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y su tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

Durante enero y hasta la primera quincena de febrero de 2008, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando al 14 de febrero un desvío promedio de Q189.7 millones; dicho excedente se asoció, por el lado de la oferta, al hecho de que en el período en mención, el saldo de las OEM con el sector privado fue menor en aproximadamente Q910.0 millones en relación a lo previsto en el programa monetario a marzo de 2008. Dicho comportamiento fue moderado, parcialmente, por el incremento en la posición de bancos y sociedades financieras con el Banco de Guatemala por alrededor de Q451.0 millones y por el mayor nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco Central por aproximadamente Q212.0 millones respecto de lo estimado en el referido programa monetario. Cabe destacar que en el período comprendido entre el 21 de febrero y hasta la tercera semana de mayo de 2008, la emisión monetaria se ubicó dentro del corredor programado. A partir de la última semana de mayo y hasta el 21 de agosto, la emisión monetaria se ubicó por debajo del límite inferior del corredor programado, registrando en éste período un desvío promedio de Q343.0 millones; dicho comportamiento está asociado, principalmente, al incremento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q1,790.0 millones con relación a lo previsto en el programa monetario para el tercer trimestre de 2008, debido básicamente al efecto desmonetizante de los ingresos totales del Gobierno Central que a julio de 2008 habían crecido a un ritmo de 10.5% en términos interanuales, como resultado de una mayor recaudación tributaria. Por su parte, los gastos totales han registrado un nivel inferior respecto a los observados a la misma fecha del año anterior. Esta situación ha provocado que el resultado presupuestal del Gobierno Central registre un superávit de alrededor de Q1,400.0 millones a julio del presente año.

²⁵ Un análisis con relación a dicho comportamiento, se presenta en el anexo 3.

²⁶ Se refiere al programa monetario aprobado en Resolución JM-52-2008 del 16 de mayo de 2008.



La convergencia de la emisión monetaria a sus valores programados se evidencia en el comportamiento de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), lo que se explica por una menor preferencia de liquidez por parte del público. Al 23 de agosto de 2007, tanto el numerario en circulación (efectivo en poder del público) como la caja de bancos (efectivo en poder de los bancos del sistema), presentaban incrementos significativos que no eran congruentes con el comportamiento esperado. En contraste, en el mismo período de 2008 se observó una reducción importante en ambos componentes de la emisión monetaria, comportamiento que es congruente con la estacionalidad de dicha variable y con los valores estimados. La reducción del numerario en circulación y el incremento moderado en las captaciones bancarias, confirma la mejora en las expectativas de los agentes económicos con relación al desempeño del sistema bancario.

b) Base monetaria amplia

De acuerdo con la teoría monetaria, la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación) más las reservas bancarias (encaje bancario). Su importancia radica en que representa el agregado monetario básico que puede ser controlado directamente por el banco central y que posee un efecto multiplicador en los medios de pago (oferta de dinero).

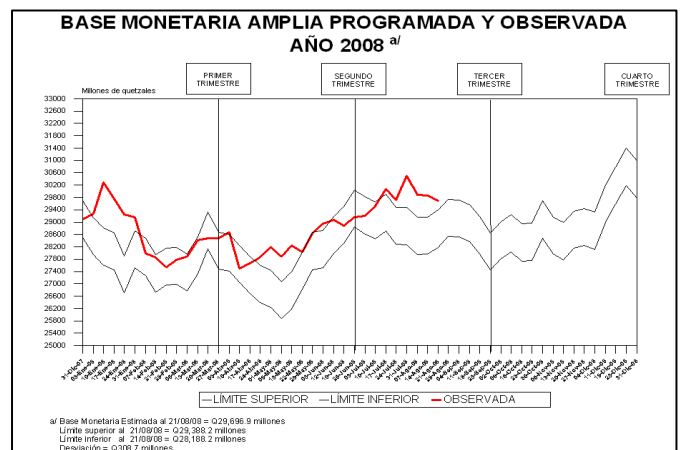
A fin de ampliar el concepto del dinero de alto poder, la base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento de hasta 91 días).

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 2008, se estima que la base monetaria amplia crezca 4.4% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2007, lo que representaría un aumento de Q1,282.4 millones.

Al 21 de agosto de 2008, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor programado, básicamente durante tres períodos. El primero se observó a lo largo de enero, registrando un desvío promedio de alrededor de Q901.0 millones (asociado, principalmente, al incremento registrado en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días por Q739.6 millones, al pasar de Q834.7 millones el 3 de enero a Q1,574.3 millones a finales del mismo mes); el segundo comprende desde la última semana de abril hasta principios de junio, observándose un desvío promedio cercano a los Q421.0 millones (asociado, fundamentalmente, al incremento registrado en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días por Q1,351.6 millones, al pasar de Q840.2 millones el 24 de abril a Q2,191.8 millones el 5 de junio); y, el tercero, abarca desde la tercera semana de julio hasta el 21 de agosto, mostrando un desvío promedio de alrededor de Q528.0 millones, asociado, fundamentalmente, al incremento en la liquidez del sistema bancario y al aumento de las inversiones en DP en el Banco de Guatemala (principalmente a 7 días plazo), situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.



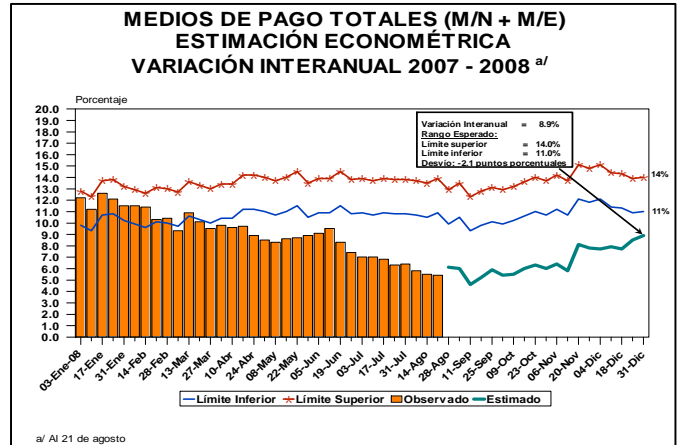
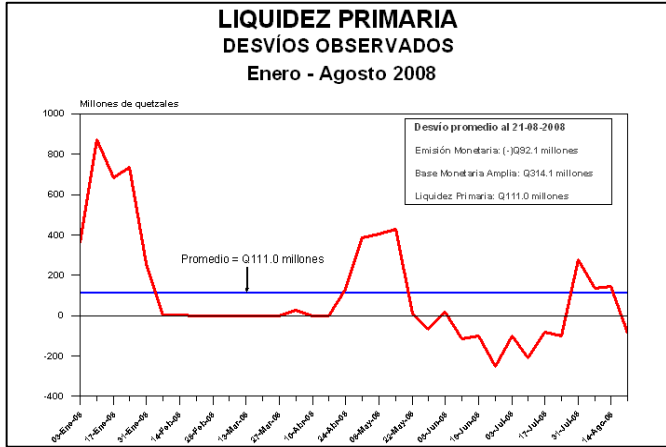
La liquidez primaria al 21 de agosto exhibió un desvío promedio de Q111.0 millones, sugiriendo una política monetaria restrictiva en la mayor parte del período, con excepción de dos etapas: la primera, que abarca desde la tercera semana de febrero hasta la primera quincena de abril, en la que dicha variable aconsejó una política monetaria invariable y, la



segunda, que comprende de la última semana de mayo a la cuarta semana de julio, en la que la referida liquidez primaria sugirió relajar las condiciones monetarias.

cálculo incorpora, tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2007 como la información que se observa periódicamente.

Al 21 de agosto de 2008, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 8.9%, la cual se ubicó por debajo del rango estimado para diciembre de 2008 (11.0% - 14.0%).

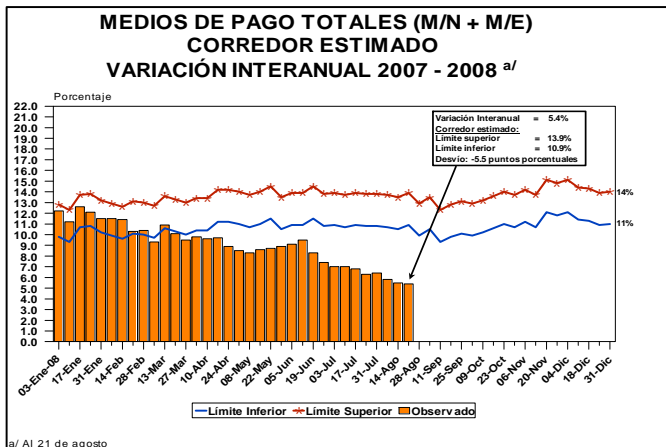


2. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estimó que los medios de pago (M2) crecerían entre 11.0% y 14.0% 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 21 de agosto de 2008, la variación interanual de los medios de pago fue de 5.4%, la cual se ubicó por debajo del margen de tolerancia estimado para esa fecha (10.9% - 13.9%).

La orientación que brindan los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar el desvío tanto del corredor estimado como el de la estimación econométrica²⁷. Al 21 de agosto de 2008, la orientación promedio presentó un valor negativo de 3.8 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada²⁸.

Los medios de pago, no obstante se han ubicado desde febrero de 2008 por debajo del límite inferior del corredor estimado, la composición de los mismos es positiva, particularmente si se toma en cuenta que el mismo obedece, por una parte, a la reducción en el dinamismo de uno de sus componentes con mayor efecto en la inflación (numerario en circulación) y, por la otra, al incremento moderado de las captaciones bancarias (especialmente depósitos de ahorro y depósitos a plazo).



Además de considerar el corredor estimado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2008, cuyo

²⁷ Para el seguimiento de los medios de pago se toma en consideración una ponderación que incluye el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se considera un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2008, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2008 (11.0%-14.0%).

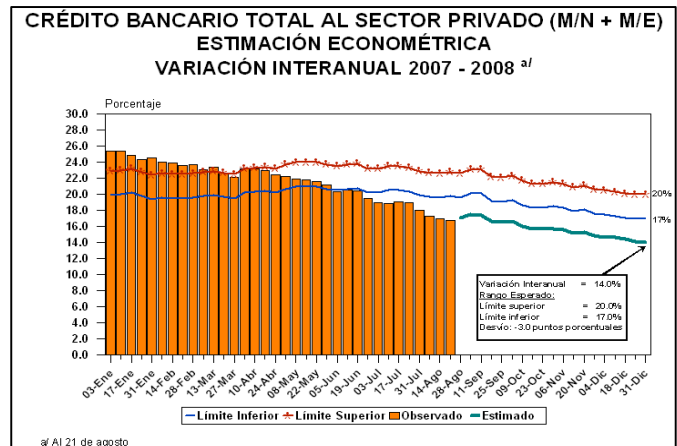
²⁸ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones, sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

3. Crédito bancario al sector privado

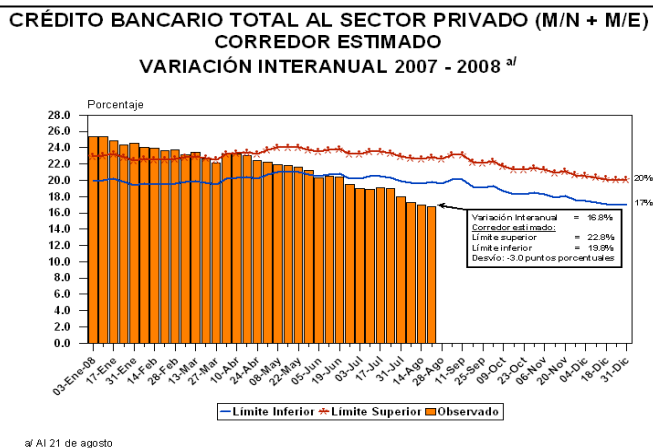
a) Tasa de crecimiento interanual

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 17.0% y 20.0%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

Al 21 de agosto de 2008, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 16.8%²⁹, ubicándose por debajo del corredor estimado para esa fecha (19.8% - 22.8%).



En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario total al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante el promedio del desvío entre el corredor estimado y la estimación econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 21 de agosto de 2008, la orientación promedio presentó un valor negativo de 3.0 puntos porcentuales, debido a que tanto el valor observado de la variable como su estimación econométrica se situaron por debajo del límite inferior de los corredores estimados para esa fecha, lo que sugiere una política monetaria relajada³⁰.



Al igual que en el caso de los medios de pago, la interpretación de esta variable considera una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario total al sector privado para diciembre de 2008, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional de esta variable en el período 1998-2007, como la información que se observa periódicamente.

Al 21 de agosto de 2008, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 14.0%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para diciembre de 2008 (17.0% - 20.0%).

C. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2008 Y PARA DICIEMBRE DE 2009

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a agosto de 2008 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 11.41%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Por su parte, para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario de 8.17%, por arriba de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.5% +/- 1 punto porcentual).

²⁹ Si se considera el crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, las sociedades financieras y las entidades fuera de plaza la variación interanual sería de 14.5%, inferior a la registrada en igual período de 2007 (23.6%).

³⁰ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.



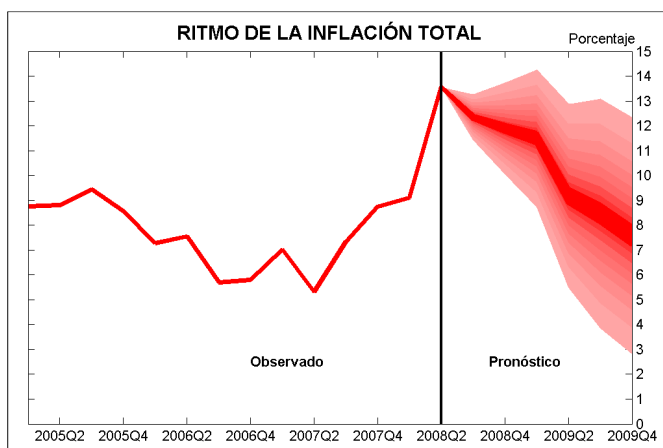
D. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en su tercer corrimiento de 2008³¹ y se presenta el balance de riesgos en dichos pronósticos.

1. Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un diagrama de abanico, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información observada reciente.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2008-2009, generado por el tercer corrimiento del MMS en 2008. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2008 es de 11.90%; mientras que para el cuarto trimestre de 2009 es de 7.59%.



Existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad subjetiva asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2008 y 2009 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado.

2. Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS

Los riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS muestran la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de ciertos rangos de valores.

Cuarto Trimestre de 2008			
Meta	5.5%		
Margen de Tolerancia	± 1.5 puntos porcentuales		
	Pronóstico en		Diferencia
	2008Q2	2008Q3	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	8.62%	11.90%	3.28%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		Diferencia
	2008Q2	2008Q3	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [4%, 7%]$)	16.54%	0.00%	-16.54%
P($\pi \geq 7%$)	83.15%	100.00%	16.85%
P($\pi < 4%$)	0.31%	0.00%	-0.31%

Cuarto Trimestre de 2009			
Meta	5.5%		
Margen de Tolerancia	± 1 puntos porcentuales		
	Pronóstico en		Diferencia
	2008Q2	2008Q3	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	6.44%	7.59%	1.15%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		Diferencia
	2008Q2	2008Q3	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [4.5%, 6.5%]$)	24.53%	20.46%	-4.07%
P($\pi \geq 6.5%$)	48.91%	64.35%	15.44%
P($\pi < 4.5%$)	26.56%	15.19%	-11.37%

³¹ En Anexo 4 se detallan los resultados del referido corrimiento.



Como se observa en el primer cuadro, la meta de inflación para 2008 es 5.5%, con un margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales. De acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento del MMS en 2008, existe una probabilidad de 100.00% de que la tasa de inflación interanual se sitúe por encima de la meta de política monetaria para diciembre de 2008.

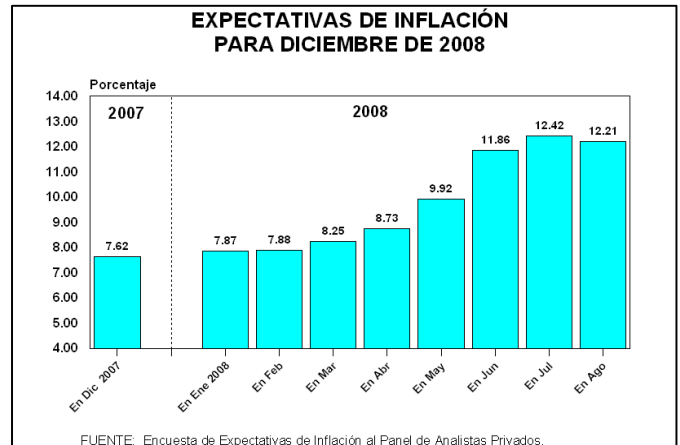
Por su parte, el segundo cuadro muestra el pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2009, generado en el tercer corrimiento del MMS en 2008. Como se observa en dicho cuadro, la meta de inflación para 2009 es de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Según el pronóstico generado en el tercer corrimiento en 2008, existe un 20.46% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2009, un 64.35% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 15.19% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria.

E. 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 forman 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 agosto de 2008, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 12.21%, porcentaje superior en 4.59 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2007 (7.62%) y mayor al límite superior de la meta de inflación determinada para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).



Por otra parte, dicho panel estima que la inflación para diciembre de 2009 se ubicará en 9.65%, porcentaje superior a la meta establecida para ese año en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, determinada para 2009 de 5.5% (+/- 1 punto porcentual). Cabe indicar que a partir de diciembre de 2007, el pronóstico para 2009 de dicho panel se ha mantenido por arriba de 7.0%.



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 plazo³² y

³² Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

las tasas de interés de corto plazo³³. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, 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 país³⁴, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a julio de 2008, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.29 puntos porcentuales, la cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1.5 puntos porcentuales, lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en julio de 2008, respecto del observado en julio de 2007 (6.55 puntos porcentuales), se observa una disminución de 0.26 puntos porcentuales en las referidas expectativas.

La tendencia a la baja observada en el referido indicador a partir de marzo de 2007 y que denotaba una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, ha empezado a revertirse a partir de abril del presente año.

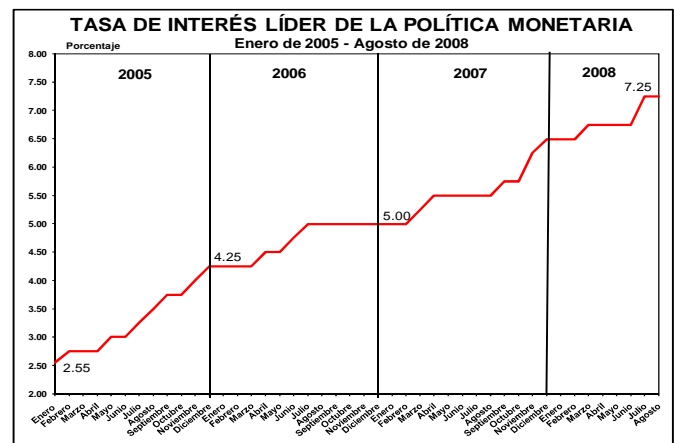
F. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de estabilización monetaria (OEM)

a) En moneda nacional

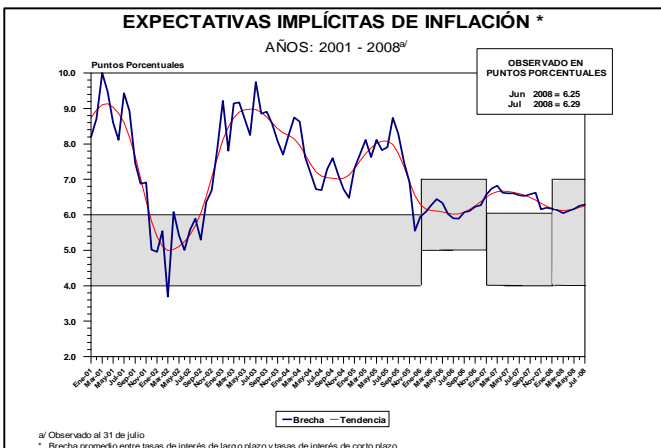
i) Por plazo

Durante el período comprendido de enero a agosto de 2008, en las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD), y en las Bolsas de Comercio al plazo de 7 días, la Junta Monetaria, luego de conocer el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), decidió incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria el 27 de marzo, de 6.50% a 6.75% y el 24 de julio, de 6.75% a 7.25%.



El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo analizado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, dispuso que en enero el Banco de Guatemala continuara convocando a licitación a los plazos de 3, de 8 y de 10 años, los viernes de cada semana, sin cupo preestablecido. Asimismo, dicho Comité determinó que el pago de intereses se realizara en forma semestral, con el fin de mantener las mismas condiciones financieras en las que opera el Ministerio de Finanzas Públicas.

Posteriormente, derivado de la participación del Ministerio de Finanzas Públicas en el mercado de valores a plazos largos, el Comité de Ejecución decidió que el Banco de Guatemala suspendiera, a partir del 8 de febrero, las licitaciones de DP a plazos mayores a 3 años. Dicha medida se orientó a evitar la competencia con las colocaciones del Ministerio de Finanzas



³³ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos de entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEM (que incluye hasta 182 días).

³⁴ La prima por riesgo país se calcula como la 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.



Públicas a los plazos de 6, de 10 y de 12 años. A partir del 12 de mayo, el Comité de Ejecución decidió suspender las licitaciones de depósitos a plazo de 3 años y empezar a participar por fecha de vencimiento a plazos residuales mayores de un año, para lo cual acordó realizar dichas licitaciones sin cupo preestablecido y que las tasas de interés fueran determinadas por las condiciones del mercado.

Las tasas de interés de las OEM en el mecanismo de licitación por plazo, se muestran a continuación.

**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO DE OPERACIONES
DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EN LICITACIÓN
DE ENERO A AGOSTO 2008
- En Porcentajes -**

PLAZO	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO
3 AÑOS	7.35	7.50	7.50	7.50	-	-	-	-
8 AÑOS	-	8.10	-	-	-	-	-	-

Nota: Para el plazo de 10 años no se adjudicaron posturas.

ii) Por fecha de vencimiento

El Comité de Ejecución, 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 depósitos a plazo, acordó continuar con las licitaciones de (DP) por fecha de vencimiento, por medio de las bolsas de comercio, 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 2 de enero al 25 de febrero de 2008, se establecieron las siguientes: 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008 y 8 de diciembre de 2008. Para las licitaciones realizadas a partir del 3 de marzo, la fecha de vencimiento 10 de marzo de 2008 fue sustituida por la del 9 de marzo de 2009, en tanto que para las licitaciones efectuadas a partir del 2 de junio, la fecha de vencimiento 9 de junio de 2008 fue sustituida por la del 8 de junio de 2009. Dichas fechas se determinaron en función de los

espacios monetarios que indica el programa monetario.

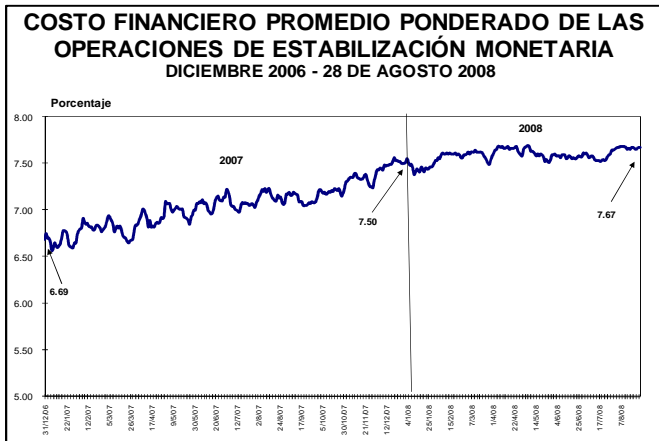
El Comité de Ejecución continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada una de las fechas de vencimiento, los cuales se fijaron tomando en cuenta los vencimientos de DP originalmente colocados por medio de licitaciones, el excedente de liquidez, según el programa monetario y la regla establecida para el efecto, en un entorno que propicie gradualmente la reducción del saldo de las OEM de muy corto plazo (7 días).

Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución 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 serían determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se recibieran.

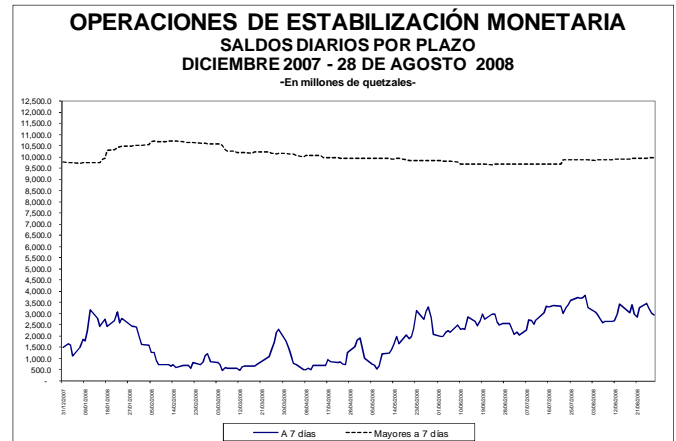
Las licitaciones realizadas por medio de las bolsas de comercio y en forma directa con entidades públicas constituyen un mecanismo competitivo de colocación, por lo que los precios de adjudicación son determinados de acuerdo a las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas recibidas. En ese sentido, 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.

Por otra parte, a partir del 12 de mayo se inició la recepción de DP por fecha de vencimiento, a plazos residuales mayores de un año, sin cupo preestablecido y a tasas de interés determinadas por las condiciones del mercado, para lo cual se estableció como fecha de vencimiento el 7 de junio de 2010.

El costo financiero promedio ponderado del saldo de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2007 al 28 de agosto de 2008 mostró un incremento, al pasar de 7.50% a 7.67%, como resultado de la colocación de OEM al plazo de 2912 días (8 años); de la colocación a fechas de vencimiento 8 de septiembre, 8 de diciembre de 2008, 9 de marzo y 8 de junio del 2009; así como por el incremento en el saldo y en la tasa de interés en las operaciones a 7 días.



En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM al 31 de diciembre de 2007 y al 28 de agosto de 2008, así como los diferentes plazos.



Por otra parte, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se estableció que el Banco de Guatemala deberá velar porque las tasas de interés de corto plazo no fluctúen en forma abrupta, para lo cual podrá participar en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) o en las bolsas de comercio, inyectando o retirando liquidez cuando se observe volatilidad en el mercado de dinero.

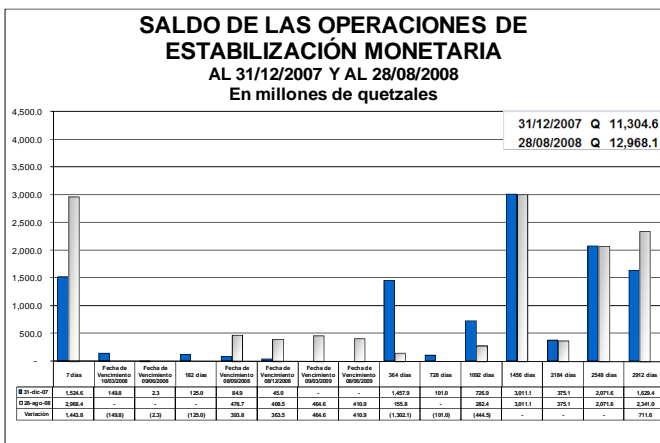
En ese contexto, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés que mantenga el margen de 1.50 puntos porcentuales sobre la tasa líder de política monetaria. La garantía de las operaciones de inyección de liquidez se constituirá recibiendo Certificados de Depósitos a Plazo del Banco de Guatemala o títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

Como consecuencia del último aumento decidido por la Junta Monetaria en la tasa de interés líder de política monetaria, vigente a partir del 24 de julio de 2008, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez a 7 días se sitúa en 8.75%.

De enero a agosto de 2008 se realizaron operaciones de inyección de liquidez al plazo de 7 días, por un monto de Q2,370.5 millones y hubo vencimientos por Q2,664.3 millones, por lo que el saldo de dichas operaciones se ubicó, al 28 de agosto de 2008, en Q37.6 millones (Q331.4 millones al 31 de diciembre de 2007).

b) En moneda extranjera

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta que durante el período de enero a agosto de 2008 no se evidenciaron presiones cambiarias ni se anticipaban vencimientos significativos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, estimó innecesario convocar a licitación de DP en la moneda citada.



Al observar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores. Como se observa durante el período objeto de análisis, dichas operaciones se concentraron en plazos mayores a 7 días, alcanzando un saldo mínimo de Q9,665.3 millones el 23 de junio de 2008 y un máximo de Q10,720.1 millones el 12 de febrero de 2008.

En cuanto a las operaciones a 7 días, éstas registraron un saldo máximo de Q3,835.4 millones el 31 de julio de 2008 y un mínimo de Q491.4 millones el 12 de marzo de 2008. El saldo total de las OEM registrado al 28 de agosto de 2008 ascendió a Q12,968.1 millones, del cual Q2,968.4 millones (23.1%) corresponde al plazo de 7 días.



El Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala siguiera aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla. Para el efecto, estableció que la tasa de interés a aplicar se determinara por una comisión en la que participara la Presidencia, la Gerencia y el Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria del Banco de Guatemala, para lo cual se podría tomar como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares o la tasa de rendimiento de las inversiones de las reservas monetarias internacionales.

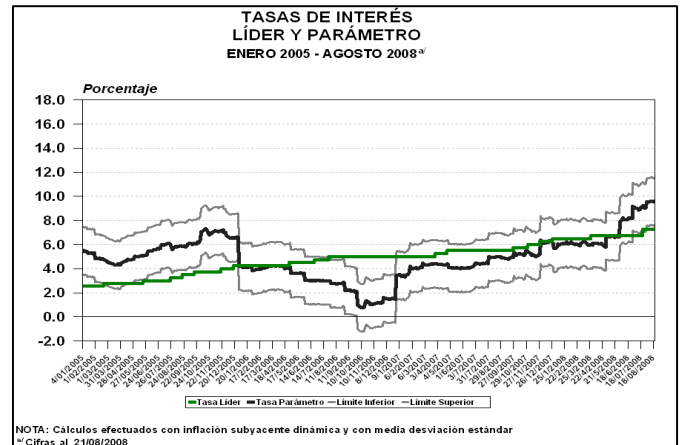
Cabe mencionar que al 31 de agosto de 2008, el saldo de las OEM en dólares de los Estados Unidos de América ascendió a US\$20.7 millones.

2. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la "Regla de Taylor"³⁵ 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 2008 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 21 de agosto de 2008, la tasa de interés parámetro se situó en 9.60% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 11.58% y 7.63%, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés líder de la política monetaria fue de 7.25% (ubicándose por debajo de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro), indicando que la política monetaria debería ser restrictiva.

³⁵ Indicador utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente ajustar dicho indicador por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado tasa parámetro. Por otra parte, cabe mencionar que a partir de abril de 2008, el cálculo es efectuado utilizando la inflación subyacente dinámica.



3. 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.

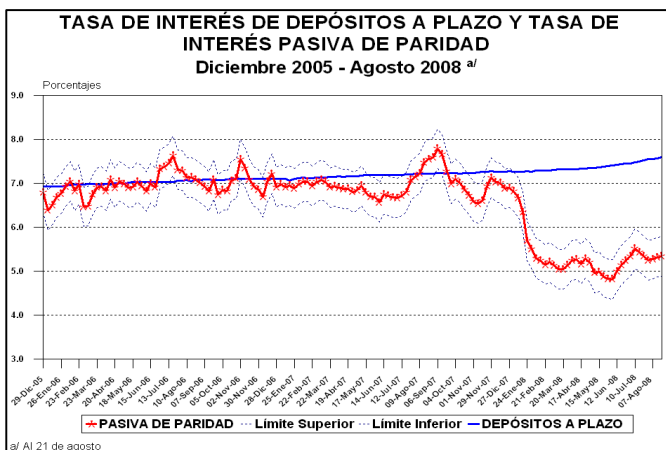
Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo de los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario 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 de Guatemala y la inflación de sus principales socios comerciales a diciembre de 2008. 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 internacional³⁶ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero al 21 de agosto de 2008 se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue superior a la tasa de interés pasiva de paridad. En efecto, a la fecha indicada, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.60%; en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 5.34%.

³⁶ Se utiliza la tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.



En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad³⁷, con excepción de la primera semana de enero de 2008, la referida variable se situó por arriba del límite superior del referido margen de tolerancia, lo que sugirió relajar las condiciones monetarias.



G. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Para 2008, la Junta Monetaria acordó continuar con el seguimiento de las variables indicativas 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 categoría de orientación³⁸, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de

orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con cifras al 31 de diciembre de 2007 y al 21 de agosto de 2008.

ÍNDICE SINTÉTICO COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	31/12/2007 (%)	21/08/2008 (%)
Relajada	8.79	38.19
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	0.00
Moderadamente restrictiva	0.00	9.34
Restrictiva	82.14	52.47
TOTAL	100.00	100.00

IV. ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO AL PRIMER SEMESTRE DE 2008

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central. En dicho programa, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en términos interanuales en 11.9% respecto del nivel observado a finales de 2007; sin embargo, derivado de que en el primer trimestre ocurrieron eventos no contemplados, fue necesario que el mismo se revisara, con lo cual se consideró necesario ajustar a 11.4% la estimación de crecimiento interanual de la demanda de emisión monetaria³⁹.

A continuación se presenta el programa monetario, que incorpora la información observada al primer semestre de 2008.

³⁷ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar.

³⁸ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada 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 +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009. 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 +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009.

³⁹ La revisión del programa monetario fue conocida por la Junta Monetaria en ocasión del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2008.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2007 AL 30 DE JUNIO DE 2008
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	CIFRAS ACUMULADAS		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS US\$	3,363 420	3,608 451	245 31
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-3,538	-3,783	-245
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-3,273	-3,451	-178
1.1. Gobierno Central	-2,826	-3,240	-414
1.2. Resto sector público	-447	-211	236
2. Posición con bancos y sociedades financieras	-744	-446	298
2.1. Crédito a bancos y sociedades financieras	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-744	-446	298
3. Otros activos netos	-736	-1,091	-355
3.1. Gastos y productos	-408	-479	-71
3.2. Activos netos no clasificados	-328	-612	-284
4. Operaciones de estabilización monetaria	-275	-828	-553
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	1,489	2,033	543
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-175	-175	0
Memorándum: OEM TOTALES	-328	-961	-633

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

A. MONETIZACIÓN EXTERNA

En el programa monetario se previó que al 30 de junio de 2008 el nivel de RMIN aumentaría en Q3,363.0 millones (US\$420.0 millones); sin embargo, al finalizar el primer semestre dichas reservas exhibieron un aumento de Q3,608.0 millones (US\$451.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, lo que significa un desvío de Q245.0 millones (US\$31.0 millones) respecto a lo programado. Dicho resultado se asocia, principalmente, al hecho de que en el primer semestre se percibieron desembolsos adicionales a los programados por US\$14.3 millones (Q114.4 millones), recibidos principalmente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF).

B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

1. Posición con el sector público

De enero a junio del presente año, el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q3,240.0 millones, monto superior en Q414.0 millones respecto a lo previsto en el programa monetario para dicho período, como resultado de la combinación de los elementos siguientes: una menor ejecución en los gastos totales por Q837.0 millones, un aumento en los ingresos por Q164.1 millones y una menor colocación de Bonos del Tesoro en el mercado interno. Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q211.0 millones, inferior en Q236.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica,

fundamentalmente, por las menores inversiones en DP en el Banco de Guatemala, respecto de lo programado.

2. Posición con bancos y sociedades financieras

De acuerdo a lo programado, se estimó que en el primer semestre de 2008, los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante por Q744.0 millones, derivado del aumento del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, debido al comportamiento previsto de las captaciones bancarias con el sector privado. Sin embargo, el comportamiento observado por el referido encaje bancario al finalizar el primer semestre fue desmonetizante en Q446.0 millones, lo que significa un desvío de Q298.0 millones. Dicho comportamiento se asocia al menor dinamismo de las captaciones bancarias con el sector privado.

3. Resultado de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el primer semestre registró una desmonetización por Q479.0 millones, superior a la que se había programado por Q408.0 millones, lo que significó una desviación de Q71.0 millones. Dicho desvío obedece, principalmente, a los mayores ingresos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

4. Operaciones de estabilización monetaria

Al finalizar el primer semestre de 2008, el saldo total de las OEM registró un aumento de Q961.0 millones, respecto del saldo al 31 de diciembre de 2007, mientras que se tenía programado un incremento de Q328.0 millones. El mayor nivel de operaciones de estabilización monetaria respecto de lo programado, especialmente al plazo de 7 días, compensó parcialmente la menor desmonetización observada en la posición con bancos y financieras.

C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008

La revisión del programa monetario para el resto de 2008 se hace necesaria, entre otros factores, por los siguientes: a) la tasa de crecimiento económico estimada para el presente año se redujo de 4.8% a 4.3%, como resultado, entre otros factores, de la desaceleración económica de los principales socios comerciales de Guatemala; b) la proyección de reservas monetarias internacionales mejoró como resultado de mayores desembolsos de deuda pública



externa respecto de lo programado; y, c) las proyecciones fiscales para 2008, proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, con relación a ingresos y egresos para el resto del presente año, fueron modificadas.

En el contexto descrito, fue necesario revisar las estimaciones de crecimiento interanual de la emisión monetaria, de la base monetaria, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado, a efecto de que sean compatibles con una tasa de crecimiento del producto interno bruto de 4.3%, en términos reales, y con una meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.

Con esa base, las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios son las siguientes: a) emisión monetaria, 10.9% (11.4% en la estimación anterior); b) base monetaria amplia, 3.9% (4.4% en la estimación anterior); c) crédito bancario total al sector privado, 14% - 17% (17% - 20% en la estimación anterior); y, d) medios de pago totales, 8% - 11% (11% - 14% en la estimación anterior). Un análisis amplio sobre el tema, se detalla en anexo 5.

V. RECOMENDACIONES


1. En el comportamiento del ritmo inflacionario a agosto de 2008 han incidido de manera significativa choques externos asociados al incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo. No obstante, se ha observado una tendencia al alza de la inflación subyacente dinámica, lo que sugiere que podría estarse dando una propagación de los efectos de la inflación importada a los precios de bienes y servicios que no tienen una significativa relación con la misma. Ante un escenario de tal naturaleza, es preciso enfatizar que las acciones de política monetaria, en lo que resta del año, deberían continuar orientándose a procurar que la inflación se desacelere y, una vez se reduzca la magnitud de los choques externos, ésta retorne a niveles de un dígito y converja a las metas de inflación previstas para el mediano plazo, ello con el propósito de evitar que presiones inflacionarias coyunturales se conviertan en permanentes.
2. En presencia de choques externos y en un marco de prudencia y gradualidad, en adición a las acciones de política monetaria, es fundamental la disciplina fiscal para coadyuvar a contrarrestar dichos choques y mantener la estabilidad en otros precios macroeconómicos. De esa manera, se contribuirá a crear un ambiente de certidumbre y confianza que propicie condiciones favorables para la inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.
3. Aprobar el programa monetario revisado para 2008, en la forma que se presenta en este dictamen.



Atentamente,



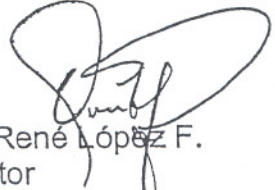
Johnny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



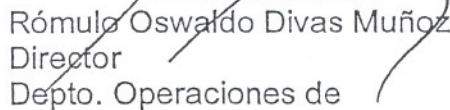
Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones Económicas



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




Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas



Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



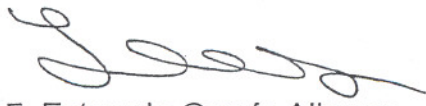
Jorge A. Del Cid Aguilar
Subdirector
Depto. Internacional




Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica



Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 8 de septiembre de 2008.



ANEXOS



ANEXO 1

INFLACIÓN EXTERNA E INFLACIÓN IMPORTADA: UNA EXPLORACIÓN COMPARATIVA

La tendencia creciente que han observado los precios internacionales, medidos en dólares de los Estados Unidos de América, de los alimentos y de la mayoría de los productos básicos, en la segunda parte de la presente década, ha constituido una fuente de inflación externa y ha propiciado incrementos en las tasas de inflación de diversos países, principalmente de aquéllos que tienen un mayor componente de alimentos en sus respectivos índices de precios.

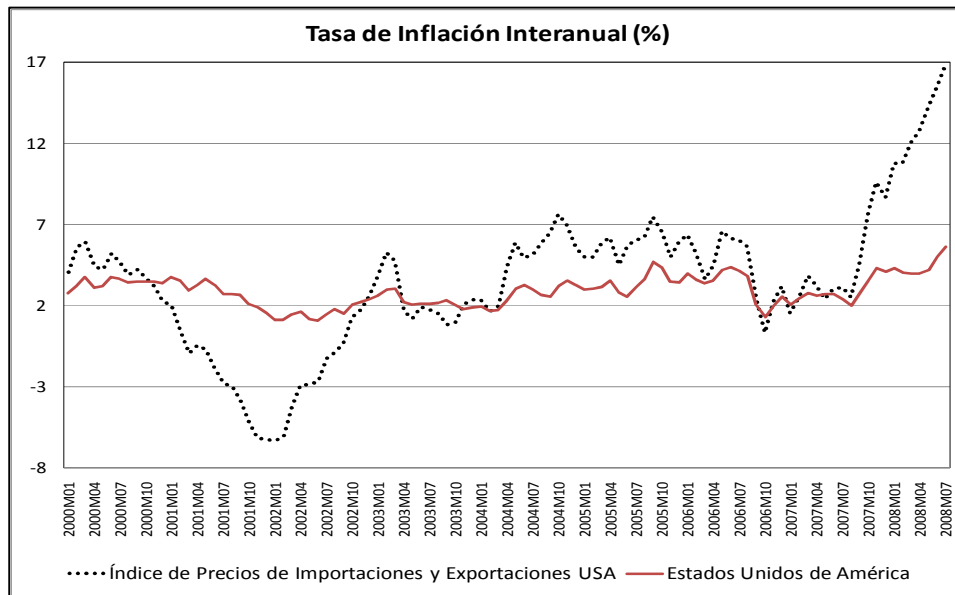
Sin embargo, la incidencia que la inflación externa tiene, en la forma de inflación importada, sobre la inflación de cada país, no depende solamente de la magnitud de la inflación externa o del grado de apertura de cada economía, sino también del régimen monetario y cambiario en el que la economía en cuestión opera. Por ejemplo, en un régimen cambiario de dolarización oficial o en uno de paridad fija con respecto del dólar estadounidense, la inflación externa es el único determinante de la inflación importada. En cambio, en un régimen de tipo de cambio flexible, las variaciones en el tipo de cambio nominal inciden en el efecto que la inflación externa tiene sobre la inflación importada.

En efecto, la evidencia internacional reciente muestra que, en el contexto de inflación externa creciente de los últimos años, muchos países han adoptado medidas de política monetaria tendientes a contribuir a mantener la estabilidad de sus respectivos niveles de precios y han logrado en alguna medida atenuar los efectos del contexto inflacionario internacional. Típicamente, tales acciones de política monetaria han causado incrementos en las tasas de interés internas que, entre otros efectos, han generado apreciaciones de las monedas nacionales con respecto del dólar de los Estados Unidos de América. Tomando en cuenta que el dólar estadounidense es la moneda en la cual se cotizan los precios internacionales de los bienes y servicios comerciados, su desempeño en los mercados internacionales de divisas ha sido influido por la política monetaria expansiva adoptada por la Reserva Federal ante la crisis financiera y la desaceleración que han caracterizado a la economía estadounidense durante el último año. A continuación se presenta información que ilustra la interacción entre la inflación y la apreciación cambiaria en un marco de inflación externa creciente.

La Gráfica 1 representa una estimación de la inflación externa, medida a través de la tasa de inflación interanual de los Estados Unidos de América y de la tasa de inflación interanual de un índice de precios de importaciones y de exportaciones de dicho país. En la citada gráfica se observa que el período 2000:01-2003:12 puede caracterizarse como uno de baja inflación externa, en tanto que el período 2007:01-2008:05 manifiesta alta y creciente inflación externa.

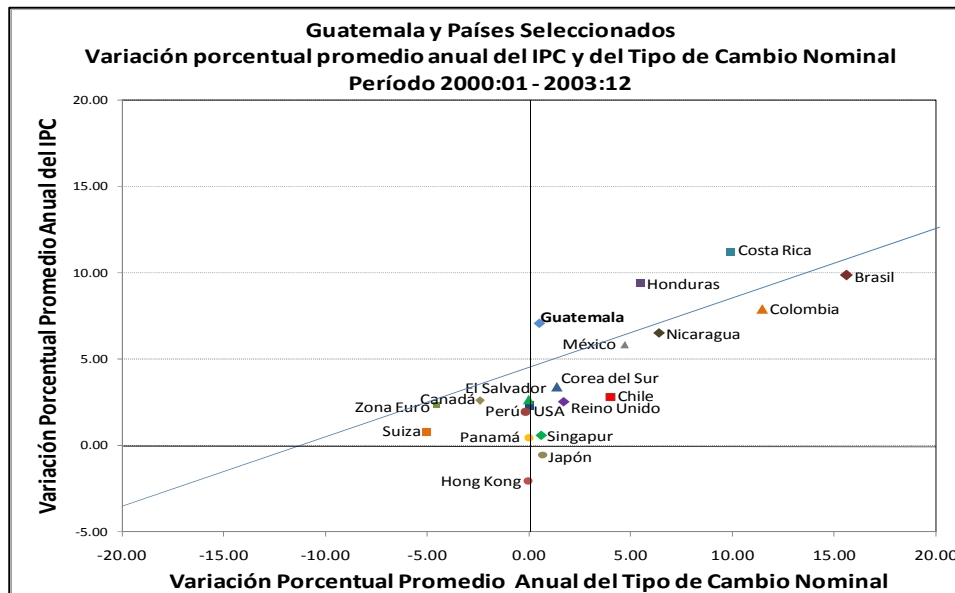


Gráfica 1



La Gráfica 2 muestra que, en el primer período mencionado, un conjunto de países seleccionados que experimentó tasas inflacionarias reducidas (menores de 5% anual), a la vez observó variaciones leves o nulas de sus respectivas monedas con respecto al dólar estadounidense.

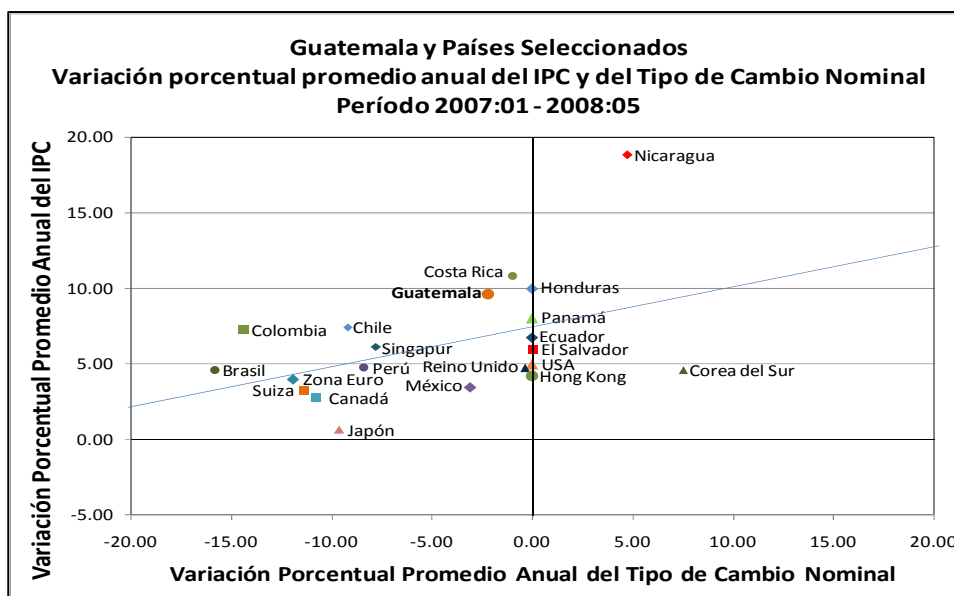
Gráfica 2





Por su parte, la Gráfica 3 ilustra el hecho de que, en el período de alta inflación externa (2007:01-2008:05), la mayoría de países que experimentaron tasas inflacionarias bajas (menores del 5% anual) también experimentaron apreciaciones nominales sustanciales de sus respectivas monedas con respecto al dólar de los Estados Unidos de América. En tales casos, la flexibilidad cambiaria contribuyó a evitar que la totalidad del incremento en la inflación externa se constituyese en un incremento en la inflación importada y, de esa manera, dicha flexibilidad ayudó en la búsqueda del objetivo de estabilidad en el nivel general de precios internos.

Gráfica 3





Finalmente, en el cuadro siguiente, se ilustran los valores de la variación porcentual promedio anual del tipo de cambio nominal y del Índice de Precios al Consumidor de los países seleccionados.

Guatemala y Países Seleccionados				
Variación Porcentual Promedio Anual del Tipo de Cambio Nominal y del IPC				
País	Período 2000:01 - 2003:12		Período 2007:01 - 2008:05	
	Variación porcentual promedio anual del tipo de cambio nominal	Variación porcentual promedio anual del IPC	Variación porcentual promedio anual del tipo de cambio nominal	Variación porcentual promedio anual del IPC
Brasil	15.56	9.87	-15.83	4.59
Canadá	-2.41	2.59	-10.77	2.76
Chile	3.96	2.83	-9.20	7.39
Colombia	11.46	7.92	-14.39	7.25
Corea del Sur	1.36	3.39	7.52	4.59
Costa Rica	9.89	11.21	-0.97	10.83
Ecuador	0.00	34.31	0.00	6.70
El Salvador	-0.03	2.68	0.00	5.97
Guatemala	0.48	7.06	-2.21	9.58
Honduras	5.46	9.40	0.00	9.99
Hong Kong	-0.06	-2.03	0.00	4.20
Japón	0.66	-0.56	-9.62	0.64
México	4.69	5.84	-3.10	3.45
Nicaragua	6.40	6.50	4.73	18.83
Panamá	0.00	0.48	0.00	8.03
Perú	-0.21	1.93	-8.41	4.76
Reino Unido	1.68	2.53	-0.36	4.73
Singapur	0.60	0.57	-7.79	6.13
Suiza	-5.03	0.81	-11.39	3.21
USA	0.00	2.30	0.00	4.95
Zona Euro	-4.55	2.31	-11.92	3.94
Media	2.38	5.33	-4.46	6.31
Desviación Estándar	5.09	7.55	6.44	3.82

Fuente: Banco de Guatemala. Instituto Nacional de Estadística. "Índice de Precios al Consumidor". Guatemala, Julio de 2008.
International Monetary Fund. "International Financial Statistics". Database and Browser (CD). July. 2008.



ANEXO 2

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2008

En el presente anexo se detalla la nueva estimación de la tasa de crecimiento del producto interno bruto para 2008, la cual se sustenta en los factores siguientes: 1) la última información disponible acerca del crecimiento económico proyectado de los principales socios comerciales del país; b) la información actualizada de variables relevantes de los sectores real, monetario, fiscal y externo; y, c) los resultados de la encuesta económica continua a más de 1,250 empresas productivas, desarrollada en el periodo abril-agosto de 2008, con base en el nuevo marco metodológico del Sistema de Cuentas Nacionales SCN93.

Para 2008 se prevé que el Producto Interno Bruto (PIB) crezca 4.3% (5.7% en 2007), como resultado de que la mayoría de actividades económicas estarían exhibiendo tasas de crecimiento menos dinámicas a las registradas el año previo.

Para las actividades *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.1% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.3%, menor al de 2007 (3.9%). El menor dinamismo estaría asociado, principalmente, a una desaceleración en la producción de los cultivos tradicionales (de 4.4% en 2007 a 2.0% en 2008), de los cultivos no tradicionales (de 4.3% en 2007 a 2.5% en 2008), así como de la ganadería, silvicultura, caza y pesca (de 2.9% en 2007 a 2.3% en 2008).

En el caso del café, según la Asociación Nacional del Café (Anacafé), se esperaría un comportamiento menos dinámico respecto al del año previo, mostrando un incremento de 2.6% en el volumen de producción (3.5% el año previo), debido a una disminución en el rendimiento del área de cultivo, asociado básicamente a factores climáticos y a la bianualidad del proceso de producción⁴⁰.

En lo relativo al cardamomo, la Asociación de Cardamomeros de Guatemala (Cardegua) y la Federación de Cooperativas de las Verapaces R.L. (Fedecovera) prevén que el volumen de producción se reduciría en 5.0% (-9.0% en 2007). Este comportamiento se explica por el abandono y reducción de áreas de siembra de algunas plantaciones en la región de las verapaces en años previos, motivado por los bajos precios internacionales del aromático registrados en el período 2003-2005.

En lo que se refiere al cultivo de banano, se estima un incremento en el volumen de producción de 3.0%, menor al crecimiento mostrado en 2007 (10.0%). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. (Bandegua) y de la Compañía Bananera Independiente de Guatemala, S.A. (Cobigua), el menor dinamismo sería resultado

⁴⁰ Ciclo del cultivo del café que indica que a una temporada de alta cosecha le suele seguir una de baja, como consecuencia del agotamiento de la planta.



de la normalización de la producción de las áreas ampliadas el año previo, así como de la incertidumbre derivada de las condiciones climáticas inusualmente desfavorables que se espera prevalecerán durante el resto del año, dada la alta sensibilidad de este cultivo a los vientos huracanados y al exceso de lluvia.

En la producción de caña de azúcar se estima un crecimiento de 0.7% (17.4% en 2007). Según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), para la zafra 2007/2008 se prevé una producción de 433.9 millones de quintales, mayor en 3.2 millones de quintales a la de la zafra 2006/2007. La desaceleración se atribuye, según la fuente, a la saturación de las áreas de producción en la costa sur del país, lo que motivó a los agricultores a ampliar otras áreas de producción en la región norte del país, cuyos resultados se estarían observando en el futuro. Adicionalmente, en la presente zafra se han afrontado dificultades derivadas de las fuertes lluvias registradas, así como de la presencia de una plaga de roedores que impactó algunas zonas cultivadas en el sur del país.

En cuanto a la producción de tubérculos, raíces y hortalizas, se prevé un menor dinamismo, al pasar de un crecimiento de 2.9% en 2007 a 2.7% en 2008. Según la Unidad de Política e Información Estratégica del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (UPIE-MAGA), la desaceleración prevista, obedece a la incertidumbre derivada de las condiciones climáticas para el resto del año.

Respecto de la producción silvícola, se esperaría un crecimiento menos dinámico, al pasar de 3.2% en 2007 a 2.4% en 2008. Dicho comportamiento se explicaría, principalmente, por una reducción en la extracción esperada de troza, de leña y de hule.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB), se espera un crecimiento de 0.3% (11.3% el año previo). Este resultado estaría influenciado, por una parte, por la pérdida de dinamismo prevista en la extracción de piedra, de arena y de arcilla (7.4% en 2007 y 1.2% para 2008) y, por la otra, por la desaceleración prevista en la extracción de minerales metálicos, al pasar de 52.2% en 2007 a 10.6% en 2008. Ambas actividades explican el 60.9% del sector. El citado comportamiento estaría asociado a la ralentización que se prevé en la demanda de piedra, de arena y de arcilla por parte del sector construcción, así como al menor dinamismo proyectado en la extracción de oro y de plata, como resultado de la normalización de la producción de la empresa Montana Exploradora de Guatemala, S.A. Por su parte, la extracción de petróleo y gas natural, que explica un 35.0% del comportamiento del sector en su conjunto, se espera que registre una mayor caída a la reportada en 2007, al pasar de -5.1% en 2007 a -9.0% en 2008. Según el Ministerio de Energía y Minas (MEM), dicha reducción estaría sustentada en la disminución de la producción de crudo en los principales pozos petroleros del país.

En el caso de la *Industria manufacturera* (con una participación de 18.2% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.5%, porcentaje menor al de 2007 (3.0%). Este resultado



estaría influenciado por una menor demanda externa esperada de textiles y prendas de vestir por parte de los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos. Según la Comisión de Vestuarios y Textiles (Vestex) de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), dicho comportamiento estaría influenciado por la desaceleración prevista en la economía mundial, en particular la de los Estados Unidos de América, por el incremento en los costos de producción y por el aumento de la competencia internacional.

Respecto a la industria de alimentos, bebidas y tabaco, se prevé que registre una tasa de crecimiento de 2.3%, inferior a la de 2007 (2.8%), como resultado, principalmente, de la disminución esperada en la producción de azúcar, la cual, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), tendría una variación interanual de -1.4%, que contrasta con el incremento récord observado en 2007 (13.6%).

Por otro lado, se estima que la disminución en los niveles esperados de inversión tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales), reducirían la demanda de productos industriales destinados a la construcción (principalmente, cemento, block, hierro y metales).

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 3.0% (5.5% en 2007), el cual, según el Administrador del Mercado Mayorista (AMM), se asocia, principalmente, a una disminución de la demanda de energía eléctrica, derivada del menor crecimiento esperado en las actividades de Comercio al por mayor y al por menor, de Industria manufacturera y de Servicios privados.

Para la actividad *Construcción* (con una participación de 4.0% en el PIB), se espera una tasa de variación de -1.1% (12.0% en 2007). Cabe mencionar que este comportamiento estaría siendo influenciado por el menor dinamismo en la construcción de edificaciones⁴¹, que explica un 69.2% del comportamiento de dicha actividad.

En cuanto a las edificaciones, para 2008 se espera un menor número de licencias autorizadas para la construcción de viviendas y edificios de apartamentos. Según la Cámara Guatemalteca de la Construcción (CGC), dicho comportamiento estaría asociado, especialmente al incremento en los precios de los materiales de construcción.

El valor agregado de la actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.0% en el PIB), se estima que en 2008 registre una tasa de crecimiento de 3.4% (4.0% en 2007), explicada, principalmente por el menor dinamismo previsto en las actividades Industrias manufactureras y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, así como por el menor dinamismo previsto en la importación de bienes.

⁴¹ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.



Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.3% en el PIB), se prevé un crecimiento de 18.2% (19.1% en 2007). Dicho comportamiento estaría asociado a la evolución esperada en las subactividades transporte y telecomunicaciones, que explican el 89.9% del comportamiento de dicha actividad. Respecto al transporte, éste podría registrar una tasa de crecimiento de 1.8% en 2008 (2.3% en 2007), asociado al incremento observado en los precios de los combustibles y lubricantes, lo cual ha provocado, entre otros efectos, la suspensión de rutas de vuelo por algunas compañías de transporte aéreo⁴². En lo relativo a las telecomunicaciones, que representan el 74.4% de esta actividad, se esperaría un crecimiento de 27.6% en 2008 (29.5% en 2007), el cual estaría sustentado, según la Superintendencia de Telecomunicaciones de Guatemala, en la desaceleración en el número de líneas telefónicas activadas.

En cuanto a la *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.7% del PIB), se prevé que en 2008 registre una tasa de 15.8% (15.6% en 2007), asociada, principalmente, al comportamiento esperado en el resultado neto (productos menos gastos) de los bancos del sistema.

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 10.0% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.8% (3.9% en 2007), como consecuencia de una menor oferta de viviendas nuevas destinadas para alquiler.

En lo que concierne a la actividad económica *Servicios privados* (con una participación de 15.3% del PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 4.5% (5.4% en 2007), asociada al menor dinamismo esperado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.3% del PIB), se estima registre una tasa de crecimiento de 4.5% (4.1% en 2007). Este resultado se explica, por un mayor dinamismo previsto en las erogaciones del Gobierno Central por concepto de remuneraciones.

⁴² De acuerdo con la Dirección de Aeronáutica Civil, en junio de 2008, la compañía Interjet suspendió operaciones en Guatemala. Por otro lado, tanto la compañía United Airlines como US Airways anunciaron la suspensión de sus rutas de vuelo entre la Ciudad de Guatemala y los Estados Unidos de América, a partir del 2 de septiembre de 2008.



PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
AÑOS 2007 y 2008
(tasas de variación)

CONCEPTO	2007 ^{e/}	2008		Diferencias en puntos porcentuales (A - B)
		Revisión abril ^{py/} A	Revisión septiembre ^{py/} B	
PRODUCTO INTERNO BRUTO	<u>5.7</u>	<u>4.8</u>	<u>4.3</u>	<u>-0.5</u>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3.9	2.6	2.3	-0.3
Explotación de minas y canteras	11.3	4.0	0.3	-3.7
Industrias manufactureras	3.0	2.7	2.5	-0.2
Suministro de electricidad y captación de agua	5.5	4.9	3.0	-1.9
Construcción	12.0	3.3	-1.1	-4.4
Comercio al por mayor y al por menor	4.0	3.5	3.4	-0.1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	19.1	18.6	18.2	-0.4
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	15.6	15.2	15.8	0.6
Alquiler de vivienda	3.9	3.8	3.8	0.0
Servicios privados	5.4	4.6	4.5	-0.1
Administración pública y defensa	4.1	4.5	4.5	0.0

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas



ANEXO 3

ANÁLISIS SOBRE EL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

I. INTRODUCCIÓN

En lo que ha transcurrido de 2008, la variación interanual de la emisión monetaria, de los medios de pago totales (M2) y del crédito bancario al sector privado ha mostrado una tendencia a la baja. El presente anexo tiene como objeto analizar el referido comportamiento, para el efecto se consideraron los aspectos siguientes: a) algunos eventos similares ocurridos en el pasado reciente; b) el crecimiento de la emisión monetaria en 2007 y su corrección en 2008; c) la mayor confianza de los agentes económicos en el desempeño del sistema bancario; d) la desaceleración de la actividad económica prevista para el presente año; y, e) la incidencia de las finanzas públicas en 2008.

II. ANTECEDENTES

En el pasado reciente han existido varios períodos de expansión en algunos agregados monetario, debido, a una exacerbación de la demanda o a un incremento en la oferta. A continuación se examina el caso de la emisión monetaria y de los medios de pago, dado que son los agregados que más han disminuido en 2008. Asimismo, se presenta un análisis del comportamiento del crédito bancario al sector privado.

A. EMISIÓN MONETARIA

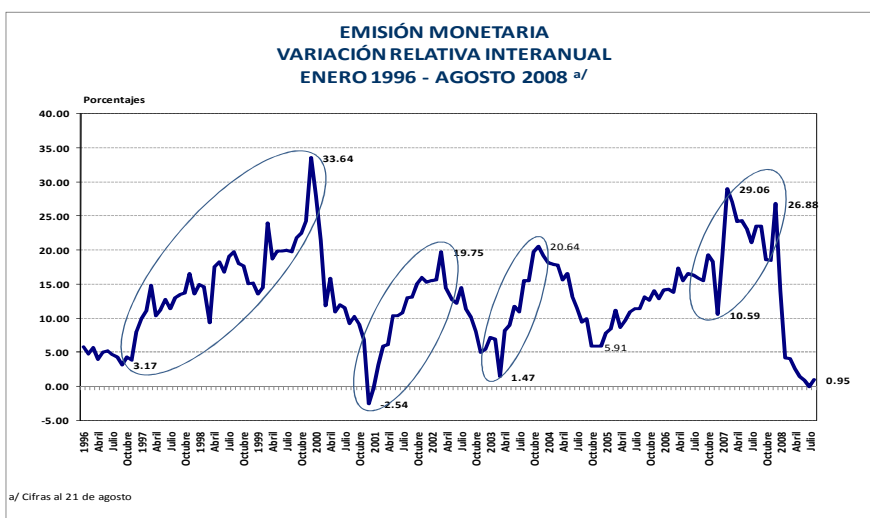
En el caso de la emisión monetaria, se observan cuatro períodos de expansión. El primer período abarca de septiembre de 1996 a diciembre de 1999. En efecto el crecimiento interanual de la emisión monetaria pasó de 3.17% a 33.64%. Vale indicar que dicha expansión ocurrió en un contexto de relajamiento de las políticas fiscal y monetaria. Posteriormente, se inicia un período de desaceleración que finalizó en diciembre de 2000, mes en que dicha variable registró una tasa de crecimiento interanual de -2.54%, como resultado de la corrección del aumento en la demanda de emisión monetaria generada por el denominado efecto Y2K. El segundo período inició en enero de 2001 y finalizó en marzo de 2002; en dicho período, el crecimiento interanual de la emisión monetaria varió de -2.54% a 19.75%. Dicha expansión se asocia, principalmente, a una exacerbación de la demanda de emisión monetaria a raíz de la intervención administrativa de dos entidades bancarias; luego sucede una corrección de la referida expansión la cual finaliza en marzo de 2003, cuando la emisión monetaria registró una tasa de crecimiento interanual de 1.47%.

Entre abril y noviembre de 2003, se observa el tercer período de expansión, en el que la tasa de crecimiento interanual de la emisión monetaria pasó de 1.47% a 20.64%, como consecuencia de un relajamiento de la política fiscal, luego se inicia una fase de



corrección que finaliza en noviembre de 2004, cuando registró una tasa de crecimiento interanual de 5.91%.

El cuarto período de expansión inició en octubre de 2006 y finalizó en diciembre de 2007, como resultado de una exacerbación de la demanda de emisión monetaria, debido a la suspensión de operaciones de dos entidades bancarias (una a finales de 2006 y otra en enero de 2007). En efecto, en marzo de 2007 la emisión monetaria llegó a registrar una tasa de crecimiento interanual superior al 29.0%, finalizando ese año en 26.9%, porcentaje superior en 15.1 puntos porcentuales (equivalente a alrededor de Q2,300.0 millones) al crecimiento programado de 11.8%. En lo que ha transcurrido de 2008, se ha registrado una corrección de la demanda de emisión que, como se indicó, se mantuvo exacerbada en 2007, lo que influyó en que la emisión monetaria al 21 de agosto de 2008 registrara una variación interanual de 0.95%. La referida corrección se asocia a tres elementos: a) mejora en la expectativas de los agentes económicos acerca del desempeño del sistema bancario; b) menor dinamismo de la actividad económica reflejado tanto en el comportamiento del IMAE como en la tasa de crecimiento revisada del PIB para 2008; y, c) superávit de las finanzas públicas en el presente año. Los referidos aspectos se abordan con detalle más adelante.



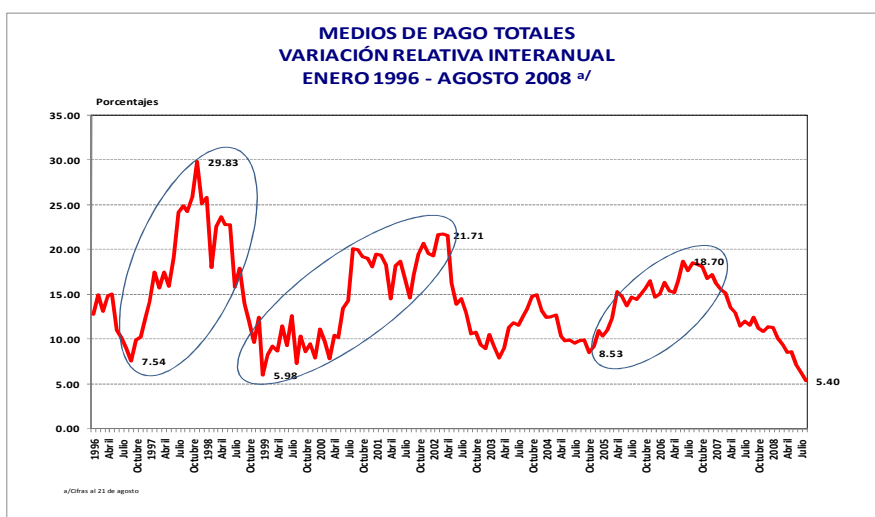
B. MEDIOS DE PAGO

En cuanto a los medios de pago, se observan tres períodos de expansión. El primer período, abarca de septiembre de 1996 a noviembre de 1997, cuando la variación interanual de los medios de pago pasa de 7.54% a 29.83%, como consecuencia, principalmente, de un relajamiento de las políticas monetaria y fiscal. Cabe indicar que dicho período de expansión se revierte entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998, cuando la tasa de crecimiento interanual de los medios de pago alcanza un valor de 5.98%. El segundo



período de expansión, ocurre entre enero de 1999 y abril de 2002, cuando los medios de pago crecen de 5.98% a 21.71%. Vale puntualizar que la expansión en el período indicado estuvo asociada, principalmente, a una exacerbación de expectativas (que incrementó el numerario en circulación) debido a la intervención administrativa de dos entidades bancarias en 2001. La citada expansión empieza a revertirse a partir de mayo de 2002 y culmina en octubre de 2004, cuando la variación interanual de los medios de pago se ubicó en 8.53%.

El tercer período comprende de octubre de 2004 a junio de 2006, en el cual se registra una aceleración en la tasa de crecimiento interanual de los medios de pago, al pasar de 8.53% a 18.70%, situación asociada a un incremento en la liquidez de la economía originada, principalmente, por flujos de capital provenientes del exterior debido a un relajamiento en las políticas monetaria y fiscal en los Estados Unidos de América. A partir de julio de 2006 se ha registrado un período de desaceleración de los medios de pago, llegando a registrar al 21 de agosto de 2008, una tasa de crecimiento de 5.40%. Entre julio de 2006 y diciembre de 2007, la desaceleración se explica por la combinación de dos factores: el primero, asociado a la reducción en los citados flujos externos y, el segundo, relativo a una menor confianza de los agentes económicos en el desempeño del sistema bancario, a consecuencia de la suspensión de operaciones de dos entidades bancarias (una en octubre de 2006 y otra en enero de 2007). Vale mencionar que en lo que va de 2008, la desaceleración de los medios de pago ha ocurrido debido a una reducción importante en el numerario en circulación (principal componente de la emisión monetaria) y en los depósitos monetarios. Al igual que en el caso de la emisión monetaria, en el comportamiento de los medios de pago también ha influido en menor ritmo en la actividad económica en el presente año respecto de 2007, así como el superávit que ha venido registrando las finanzas públicas.

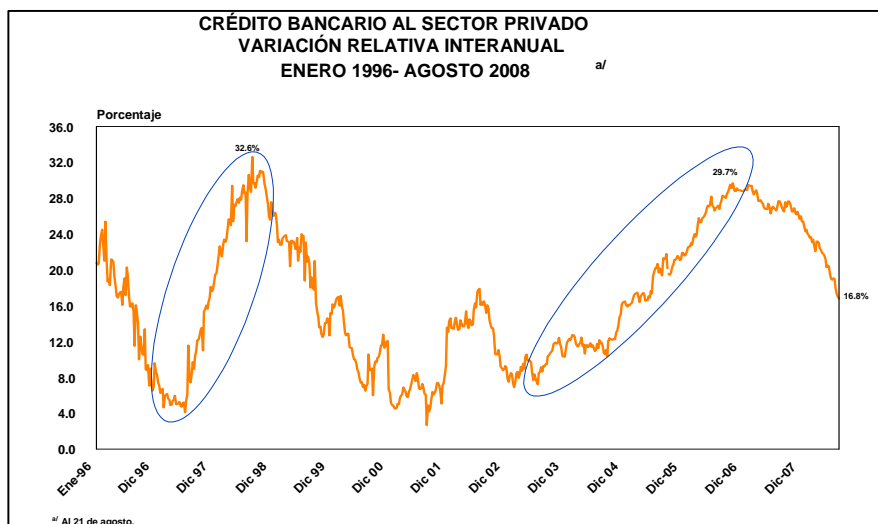




C. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Entre enero de 1996 y agosto de 2008, el crédito bancario al sector privado muestra dos períodos de expansión. El primero comprende de mayo de 1997 a octubre de 1998, cuando la tasa de variación del crédito bancario pasa de 8.91% a 31.61%. Entre octubre de 1998 y julio de 2000, dicha expansión se revierte; en efecto, al finalizar el período mencionado, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado fue de 6.49%.

El segundo período de expansión abarca de mayo de 2004 a octubre de 2006, ello en congruencia con un mayor dinamismo de la actividad económica. Cabe destacar que la referida expansión fue posible debido, entre otros factores, a que el sistema bancario hizo un uso intensivo de líneas de crédito contratadas con bancos del exterior. En 2008, el crédito bancario al sector privado también ha venido mostrando una reducción y, aunque dicho comportamiento tiene relación con el menor dinamismo de los medios de pago, dicha variable tiene un comportamiento cíclico que está relacionado con la actividad económica. Por tanto, ante el menor dinamismo previsto en la actividad económica para el presente año, es de esperar que el crédito disminuya, debido, por una parte, a una menor demanda por parte de los agentes económicos y, por la otra, a una mayor cautela en el otorgamiento de crédito por parte de las entidades bancarias.



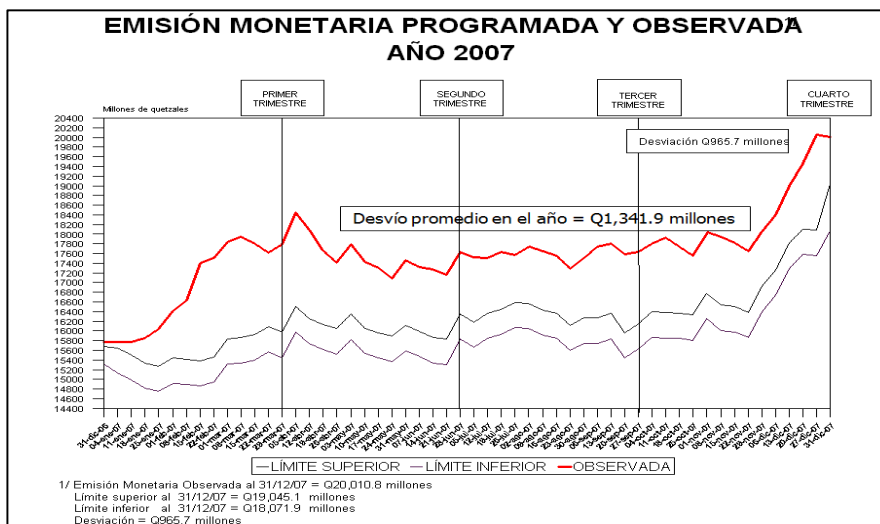
Lo comentado resume, en apretada síntesis, el comportamiento de las variables indicadas en un período relativamente largo. A continuación se presenta un análisis detallado del comportamiento en 2007 y en 2008 de la emisión monetaria, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado.



III. SITUACIÓN EN 2007

A. EMISIÓN MONETARIA

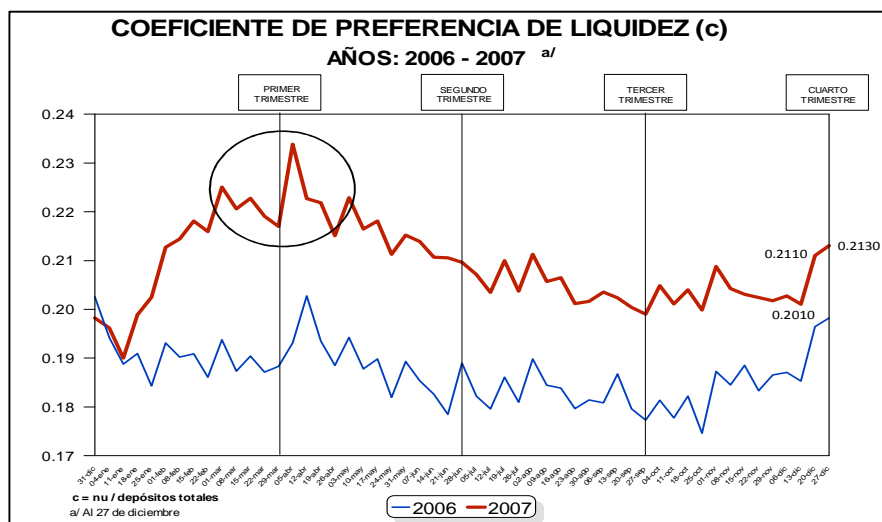
En 2007, la emisión monetaria registró desvíos importantes respecto del límite superior de su corredor programado. En efecto, al 31 de diciembre del citado año el desvío se ubicó en Q965.7 millones; sin embargo, dicha variable registró desvíos superiores a Q2,000.0 millones en el primer trimestre de ese año, de manera que, al calcular el desvío promedio en 2007 éste fue superior a Q1,300.0 millones, como se ilustra en la gráfica siguiente. Vale indicar que el citado desvío obedeció a una mayor demanda de emisión monetaria por motivo precaución (ante los acontecimientos ocurridos en el sistema bancario a finales de 2006 y principios de 2007) y por un aumento en el número de agencias bancarias y dispensadores de efectivo, por lo que la oferta de emisión monetaria aumentó con el objeto de compatibilizarla con una demanda creciente. En efecto, la oferta de emisión monetaria creció 26.9% en 2007, superando en 15.1 puntos porcentuales (alrededor de Q2,300.0 millones) la demanda de emisión monetaria programada de 11.8% (congruente con el ritmo de crecimiento económico estimado y con la meta de inflación). Vale destacar que, a finales de 2007, se previó que el exceso de demanda de emisión monetaria se corregiría de manera gradual durante 2008, en virtud de que la misma obedecía al motivo precaución.



El referido exceso de demanda, se reflejó en un incremento importante del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público (medido como la proporción entre numerario en circulación y depósitos bancarios totales), el cual se ubicó en casi 0.23 en el primer trimestre de 2007, valor superior al registrado en igual período de 2006. En los tres meses subsiguientes, el referido coeficiente, si bien se redujo gradualmente, estuvo por

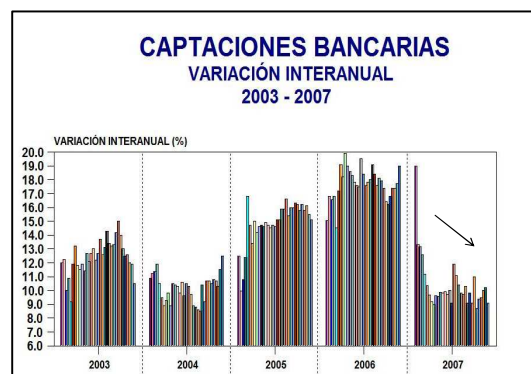
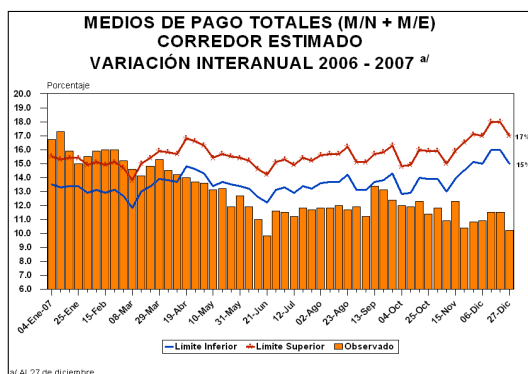


encima de los valores observados en 2006. Los valores mayores del referido coeficiente, evidenciaban la preferencia de efectivo por parte de los agentes económicos por motivo precaución.



B. MEDIOS DE PAGO

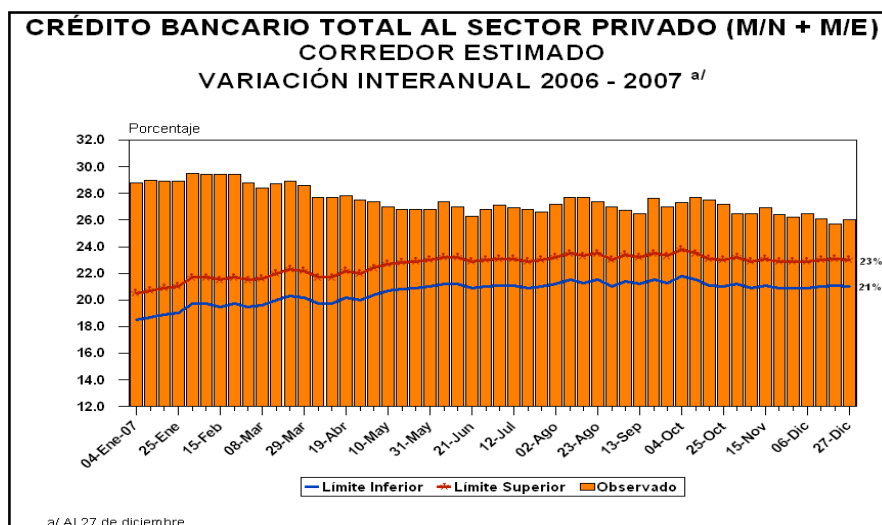
Aun cuando, como se indicó, la emisión monetaria registró desvíos importantes respecto del límite superior de su corredor programado, en 2007 los medios de pago se ubicaron por debajo del límite inferior de su corredor estimado, pero aún así, dicha variable, en promedio, registró tasas de crecimiento interanual superiores a 10%. Dicha situación, si bien a primera vista pareciera contradictoria, obedece al hecho de que mientras uno de los componentes de los medios de pago (el numerario en circulación) estaba creciendo de manera importante, el otro (las captaciones bancarias) desaceleraba su tasa de crecimiento interanual, debido a que la confianza de los agentes económicos en las instituciones bancarias aún no se terminaba de recuperar.





C. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

En 2007 el crédito bancario al sector privado registró una reducción de alrededor de tres puntos porcentuales (al pasar de 28.8% en 2006 a 26.0% en 2007), pero aún así a lo largo del año exhibió tasas de crecimiento interanuales por encima del límite superior de su corredor estimado, lo cual se atribuye, en parte, a la aceleración de la tasa de crecimiento del PIB real (5.7% en 2007, porcentaje superior al de 2006 que fue 5.3%).



A fin de atender la demanda de crédito, las entidades bancarias utilizaron otras fuentes de recursos para financiar el crecimiento del crédito bancario al sector privado, entre las que destacan: la utilización de líneas de crédito en el exterior y la reducción de inversiones en instrumentos financieros públicos (del Gobierno Central y, principalmente, del Banco de Guatemala).

IV. COMPORTAMIENTO OBSERVADO EN 2008

En lo que ha transcurrido de 2008, como se mencionó, los principales agregados monetarios han exhibido una desaceleración. A continuación se analiza el comportamiento de cada uno de ellos.

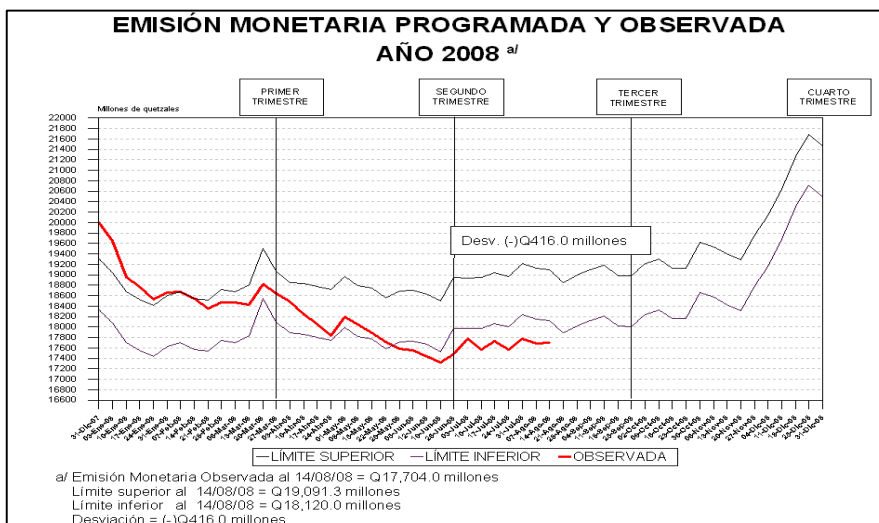
A. EMISIÓN MONETARIA

El corredor de la emisión monetaria para 2008, contempló que el excedente de emisión registrado en 2007 se corregiría de manera gradual a lo largo de los doce meses del presente año. La evidencia indica que dicho excedente se corrigió más rápido y en menor tiempo (6 meses), debido, entre otros, a los aspectos siguientes: a) mayor confianza por parte de los agentes económicos en el sistema bancario, lo que propició una corrección en el

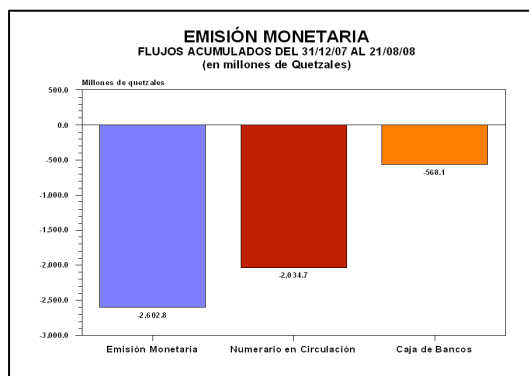
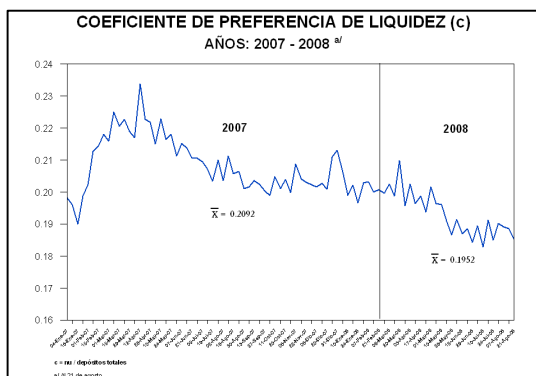


exceso de demanda de emisión monetaria (por motivo precaución) observado en 2007; y, b) el menor dinamismo de la actividad económica.

En ese contexto, la emisión monetaria durante 2008 ha registrado tres episodios: el primero, entre enero y febrero, período en el cual convergió a sus valores programados; el segundo, entre febrero y mayo, meses en los que se mantuvo dentro del corredor programado; y, el tercero, de mayo a la fecha, período en el cual ha registrado valores por debajo del corredor programado.

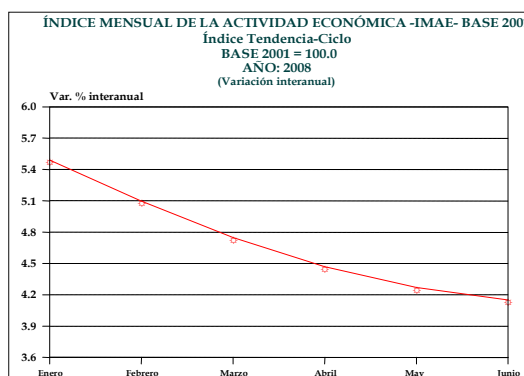
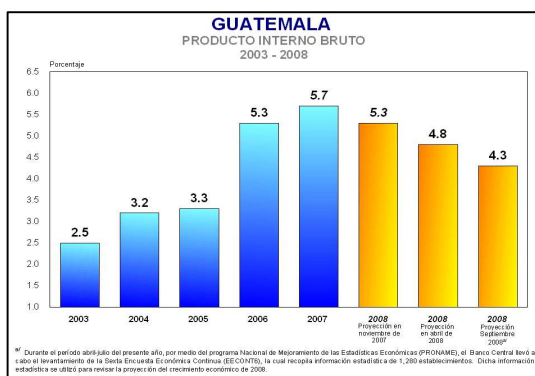


La reducción que ha venido registrando la emisión monetaria se evidencia en sus dos componentes (numerario en circulación y caja de bancos) y se explica, principalmente, por una menor preferencia de liquidez por parte de los agentes económicos (ver gráfica de coeficiente de preferencia de liquidez) que refleja la corrección de la demanda de emisión monetaria que estuvo exacerbada en 2007, dada la recuperación en 2008 de la confianza de los agentes económicos en el desempeño del sistema bancario.



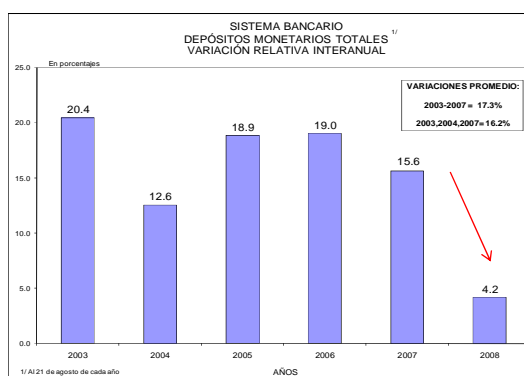
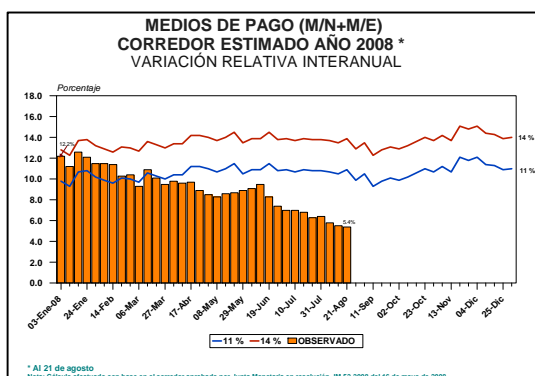


Como se mencionó, la reducción de la emisión monetaria, también se explica por el menor dinamismo de la actividad económica, en virtud de que el mismo provoca una menor demanda de emisión monetaria (por motivo transacción). Como se observa en las gráficas siguientes, el menor dinamismo en la actividad económica, reflejado en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) es congruente con la distintas revisiones de la tasa de crecimiento del PIB para 2008, la cual según la revisión de septiembre se espera se ubique en 4.3%.

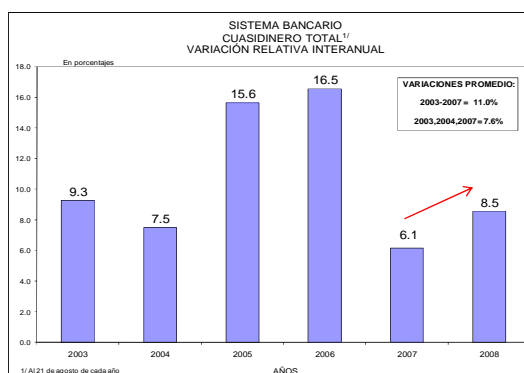
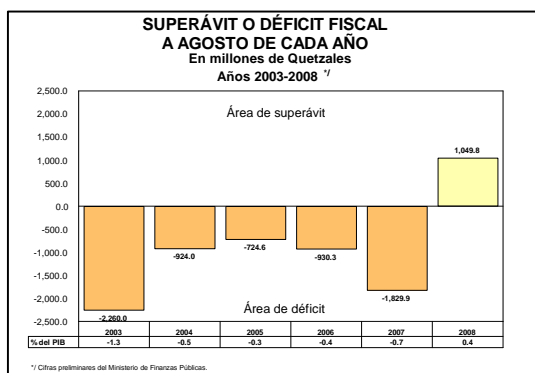


B. MEDIOS DE PAGO

Los medios de pago continuaron con la desaceleración observada desde finales de 2007. No obstante, vale destacar que un factor que ha contribuido a acentuar la referida desaceleración en 2008, ha sido la disminución observada en los depósitos monetarios totales, la cual a su vez, se explica por la desaceleración en la actividad económica y por el superávit en las finanzas públicas, dado que el cuasidinero, al 21 de agosto, registra una tasa de crecimiento interanual de 8.5%, superior a la observada en el mismo período del año anterior (6.1%), situación que refleja una mayor confianza en el sistema bancario por parte del público.



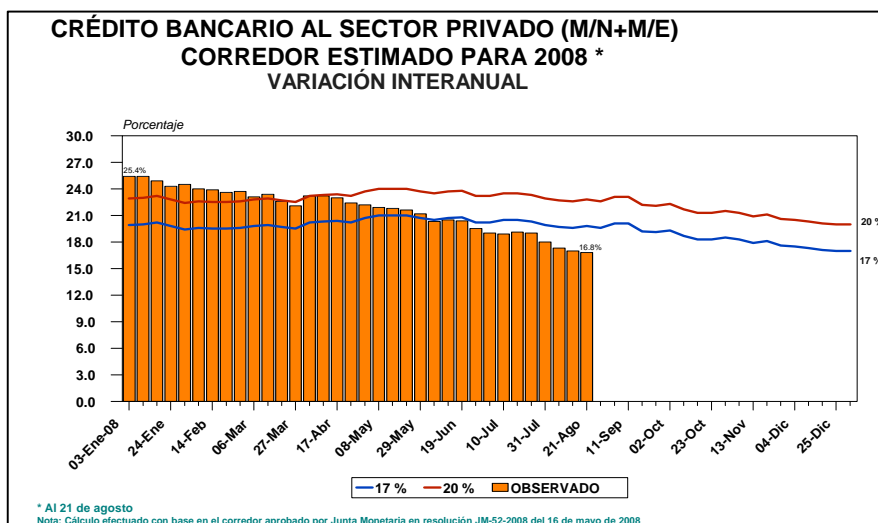
La referida confianza de los agentes económicos se refleja en el comportamiento del cuasidinero (depósitos de ahorro, depósitos a plazo y bonos bancarios) que al 21 de agosto de 2008, registra una tasa de crecimiento interanual superior a la de la misma fecha del año anterior. En consecuencia, aunque se ha registrado una reducción en las captaciones bancarias en fechas recientes, la misma se concentra en los depósitos monetarios, los cuales tienen un alto componente transaccional.



Por último, en el comportamiento de los medios de pago también ha influido la situación de las finanzas públicas, que a agosto de 2008 presentaban un superávit de Q1,049.8 millones (0.4% del PIB). El citado superávit, ha generado un efecto desmonetizante en la economía, dado que el Gobierno Central ha retirado recursos mediante una mayor recaudación tributaria y ha inyectado recursos mediante el gasto público, pero a un ritmo menor que el previsto, lo cual ha generado desvíos respecto de los valores programados principalmente en la emisión monetaria y en los medios de pago. No obstante, cabe indicar que en la medida en que se acelere el gasto público en lo que resta de 2008, como se tiene previsto, las variables monetarias citadas exhiban un mayor dinamismo.

C. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

En el caso del crédito bancario al sector privado, el comportamiento a la baja observado en 2008, por el lado de la demanda, se asocia principalmente a la desaceleración prevista en la actividad económica, lo que se refleja en una menor demanda de recursos por parte del sector privado. Por el lado de la oferta, la reducción puede asociarse a una mayor cautela en el otorgamiento de crédito por parte de las instituciones bancarias, a una menor proporción de recursos disponibles, respecto de años anteriores, para otorgar crédito y a la menor capacidad de expansión crediticia de algunas entidades bancarias.



En congruencia con lo anterior, al analizar las principales fuentes de recursos del sistema bancario, se puede observar que, por ejemplo, en 2007, adicionalmente a las captaciones bancarias, otra fuente importante de recursos provino del exterior, lo que permitió que el sistema bancario pudiera expandir su cartera crediticia.



Informe de Política Monetaria a Junio de 2008



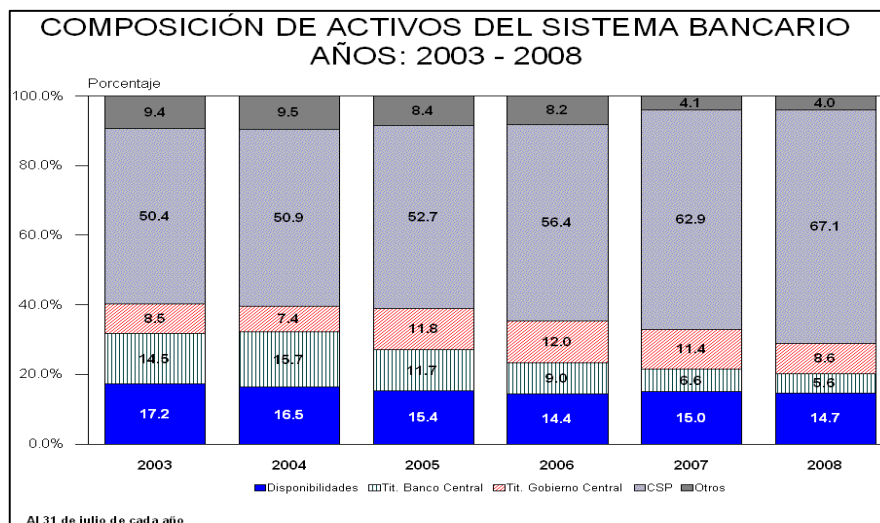
Sistema Bancario
FUENTES Y USOS DE FONDOS ACUMULADO
Del 31 de diciembre de 2006 al 31 de diciembre de 2007

Sistema Bancario
FUENTES Y USOS DE FONDOS ACUMULADO
Del 31 de diciembre de 2007 al 21 de agosto de 2008

	FUENTES	USOS		FUENTES	USOS
CONCEPTO			CONCEPTO		
Monetización Externa	2,705.8		Monetización Externa		144.6
Posición Neta con el Sector Público MN/ME	167.8		Posición Neta con el Sector Público MN/ME	3,272.4	
Crédito al Sector Privado MN/ME		16,209.8	Crédito al Sector Privado MN/ME		4,021.7
Crédito a Financieras MN/ME	498.5		Crédito a Financieras MN/ME	365.7	
Crédito del Banco de Guatemala		2.2	Crédito del Banco de Guatemala		2.2
Encaje M/N		579.7	Encaje M/N	70.1	
Encaje M/E		351.1	Encaje M/E		116.8
Operaciones de Estabilización M/N M/E	3,414.1		Operaciones de Estabilización M/N M/E		1,603.2
Otros Activos Netos	3,313.0		Otros Activos Netos	849.8	
Obligaciones Mediano y Largo Plazo	419.6		Obligaciones Mediano y Largo Plazo	602.4	
Captaciones Netas	6,624.1		Captaciones Netas	728.1	
TOTAL	17,142.9	17,142.9	TOTAL	5,888.5	5,888.5

En contraste, en lo que va de 2008, la principal fuente de recursos de los bancos del sistema lo ha constituido la desinversión en títulos del Gobierno Central y el aumento de los depósitos de las entidades públicas en los bancos del sistema (posición neta con el sector público); no obstante, una parte de los recursos obtenidos, aún no se ha traducido en incrementos en el crédito al sector privado, dado que se han destinado a inversiones en CDP del Banco de Guatemala (principalmente al plazo de 7 días), pero al estar invertidos a corto plazo, representan recursos líquidos que potencialmente pueden traducirse en una expansión crediticia.

En general, existen restricciones por el lado de la oferta para que el crédito bancario al sector privado continúe expandiéndose. Una de ellas, es el hecho de que entre 2003 y 2008, el sistema bancario ha cambiado significativamente la composición de sus activos, privilegiando el otorgamiento de crédito al sector privado (el cual representaba un 50.4% de los activos totales del sistema en julio de 2003, mientras que a julio de 2008 representaba un 67.1%, como se ilustra en la gráfica siguiente.



V. CONCLUSIONES

- A. Los excedentes de emisión monetaria registrados en 2007, se corrigieron más rápido de lo previsto, situación que se asocia, en primer lugar, a la reducción en el numerario en circulación (principalmente componente de la emisión monetaria), el cual se atribuye a una mayor confianza de los agentes económicos en el sistema bancario, situación que se refleja en la reducción del coeficiente de preferencia de liquidez y, en segundo lugar, al menor dinamismo previsto en la actividad económica.
- B. En cuanto a los medios de pago, la desaceleración en la tasa de crecimiento interanual se explica por la reducción del numerario en circulación (que representa alrededor del 85% de la emisión monetaria) y de los depósitos monetarios, en tanto que el cuasidinero registró un aumento respecto del año anterior. La citada reducción, se explica por la disminución en el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, por el menor dinamismo previsto de la actividad económica y por el superávit que han venido registrando las finanzas públicas, aunque este último ha mostrado reducciones. En el caso del crédito bancario al sector privado, el comportamiento a la baja observado en 2008, por el lado de la demanda, se asocia principalmente a la desaceleración prevista en la actividad económica. Por el lado de la oferta, la reducción se asocia a una mayor cautela en el otorgamiento de crédito por parte de las instituciones bancarias, a una menor proporción de recursos disponibles, respecto de años anteriores y a la menor capacidad de expansión crediticia de algunas entidades bancarias.



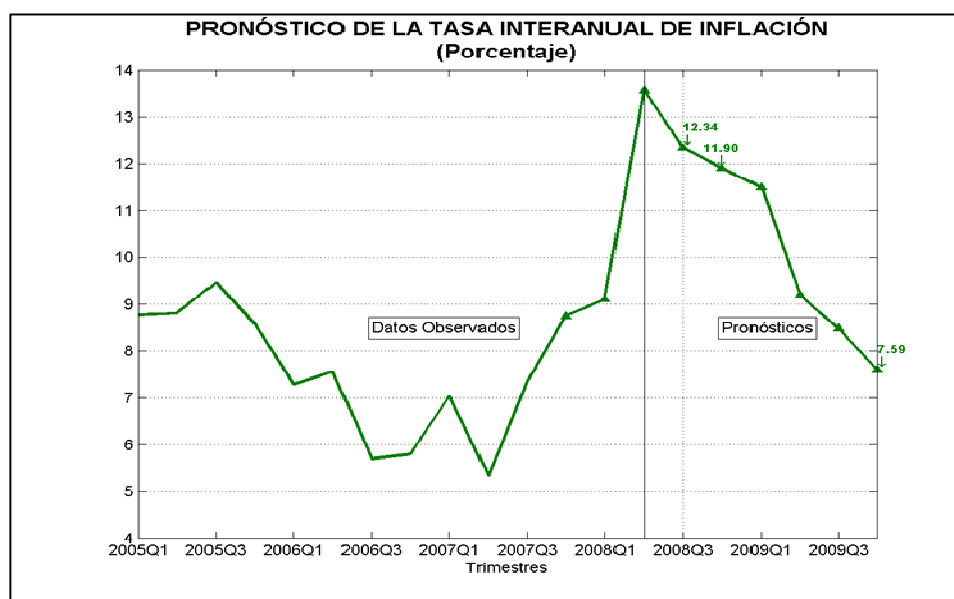
- C. En la medida que se modere el efecto de algunos de los factores que han incidido en el comportamiento de los referidos agregados monetarios, en particular la situación fiscal, podrían observarse cambios en la tendencia de la emisión monetaria, de las captaciones bancarias, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado. En todo caso, el comportamiento reciente de los citados agregados se considera transitorio.

ANEXO 4

I. RESULTADOS DEL TERCER CORRIMIENTO EN 2008 DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

A. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO

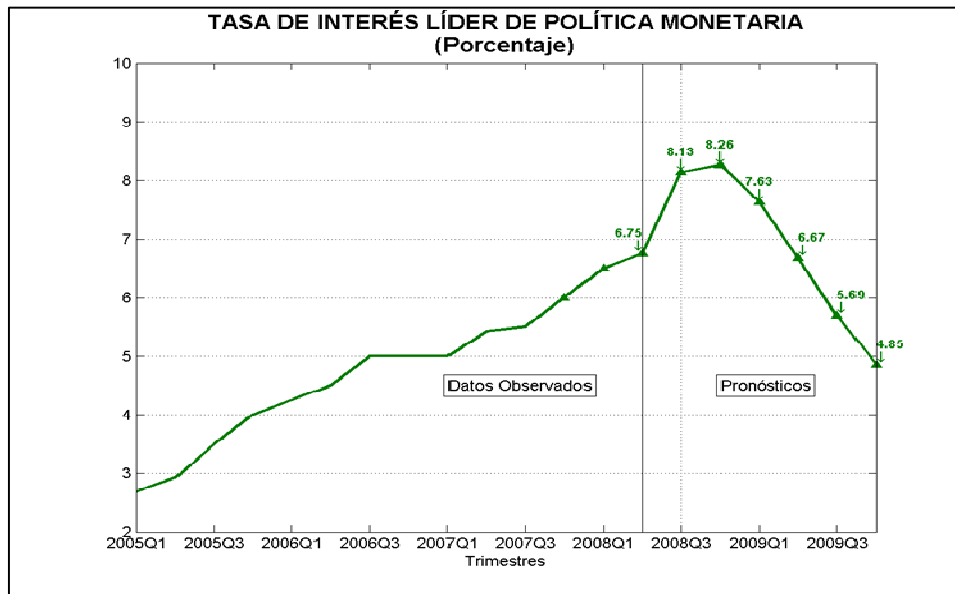
En agosto de 2008 se llevó a cabo el tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a dicho año, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación, como se ilustra en la gráfica siguiente.



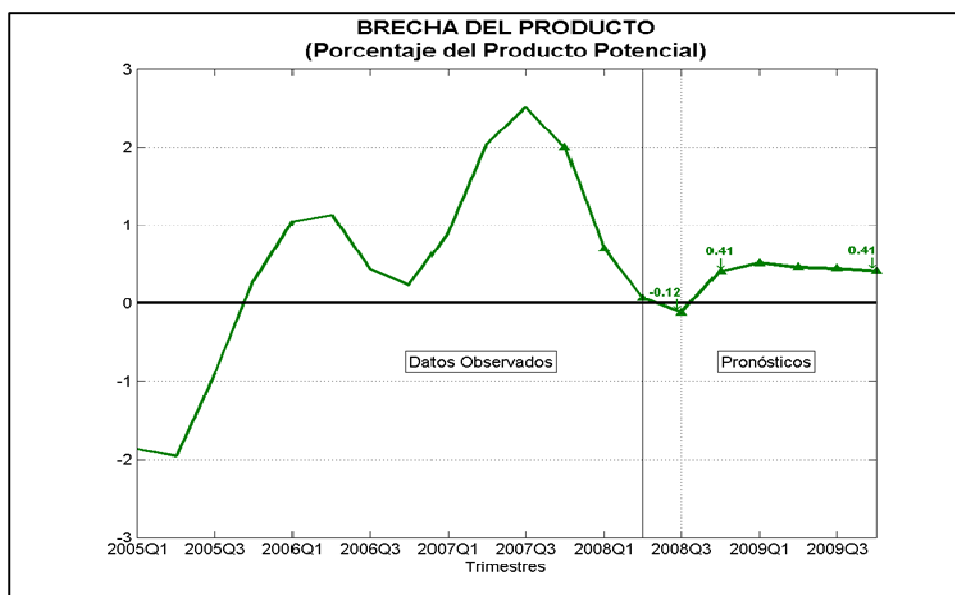
Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del tercer corrimiento de 2008, para el cuarto trimestre de 2008 se espera que la inflación interanual se sitúe en 11.90%, mientras que para el cuarto trimestre de 2009 se espera que dicha variable se sitúe en 7.59%. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁴³.

En otras palabras, se supone que el Banco Central implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria. En la gráfica siguiente se ilustra la trayectoria de dicha tasa que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.

⁴³ El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo converja a una tasa de inflación de 3% anual.

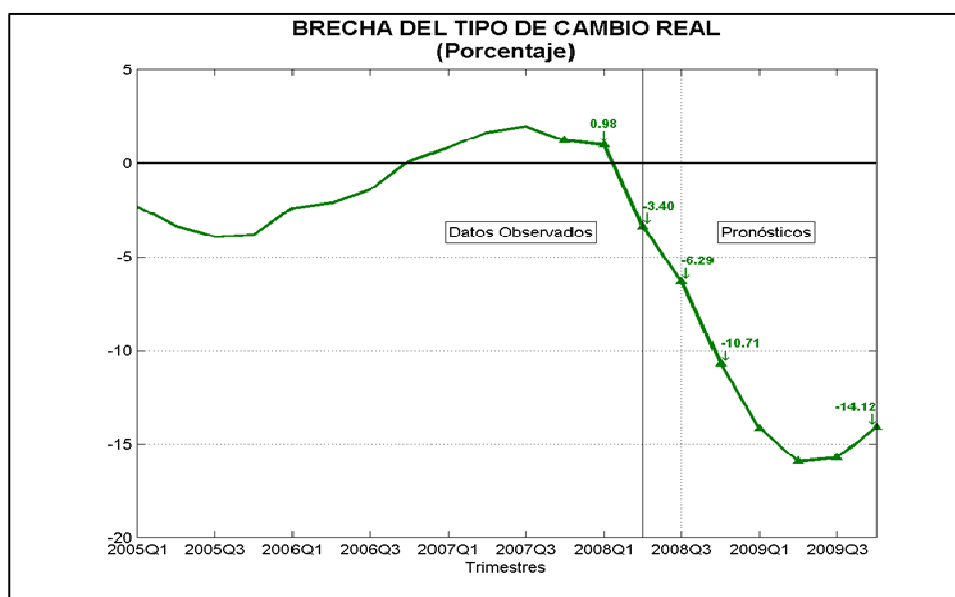


El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el segundo trimestre de 2008 fue de 6.75%, mientras que para el tercero y cuarto trimestres de 2008, de acuerdo con el tercer corrimiento del MMS en 2008, dicha tasa de interés se situaría en promedios trimestrales de 8.13% y de 8.26%, respectivamente. A partir del primer trimestre de 2009 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en 7.63%, así como en 6.67%, 5.69% y 4.85% en los últimos tres trimestres de 2009, en su orden.





En relación con la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica anterior, la brecha del producto⁴⁴ fue positiva y creciente en los tres primeros trimestres de 2007; luego, en el cuarto trimestre del mismo año y en el primero y segundo de 2008 fue positiva, pero decreciente. Según el pronóstico, dicha brecha en el tercer trimestre de 2008 pasaría a ser levemente negativa, mientras que a partir del cuarto trimestre de 2008 la brecha sería positiva y básicamente estable hasta el cuarto trimestre de 2009. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario (cero).



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁴⁵ consistente con los pronósticos reportados se aprecia en la gráfica anterior. En efecto, la brecha del tipo de cambio real fue positiva en el primer trimestre de 2008 (0.98%). Luego, la brecha se vuelve negativa a partir del segundo trimestre de 2008(-3.40%). Según el pronóstico, la brecha continuaría negativa durante todo el horizonte de pronóstico, para luego tender a converger a cero (valor estacionario) en el largo plazo.

⁴⁴ La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial; este último se define como el nivel de producto interno bruto que no genera presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.

⁴⁵ La brecha del tipo de cambio real se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el valor tendencial (o valor de equilibrio) de dicha variable, medida como porcentaje del tipo de cambio real tendencial o de equilibrio.

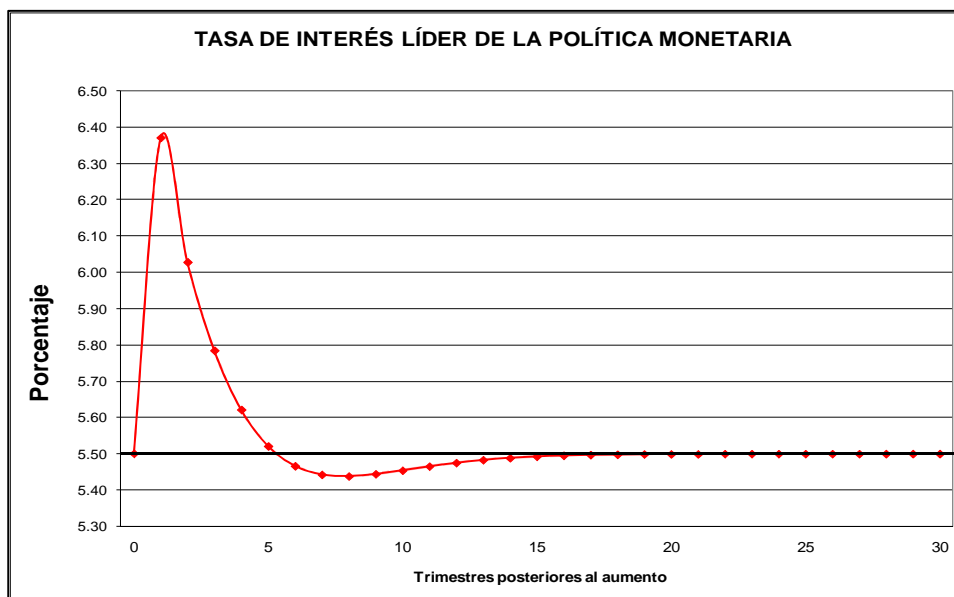


B. EFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO COMO RESULTADO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

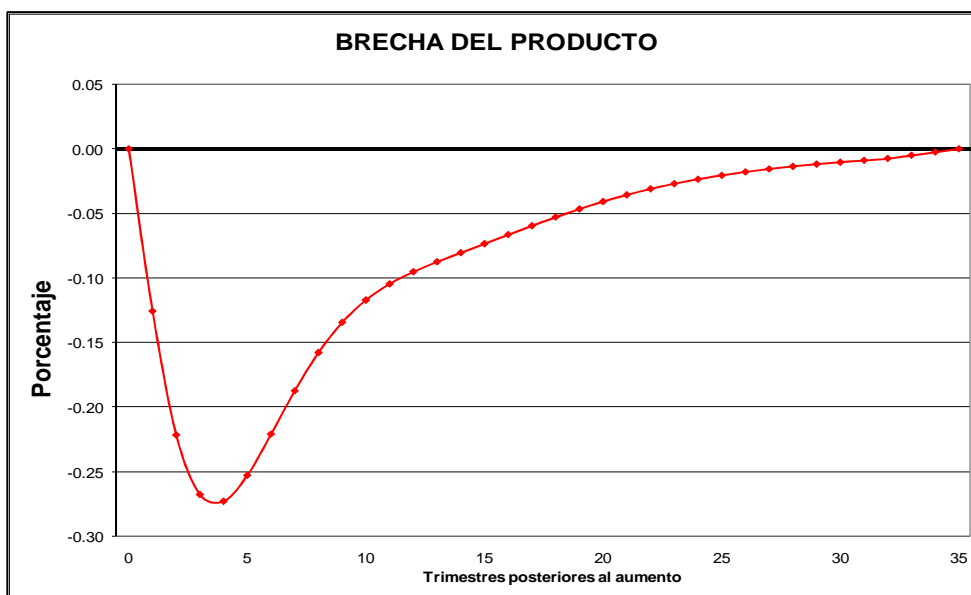
El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del análisis de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente en estado estacionario; es decir, en sus niveles de equilibrio de largo plazo. Posteriormente, se simula un incremento (choque) en la variable de análisis y el modelo cuantifica el efecto que dicho incremento tiene sobre las otras variables, a lo largo de un período determinado. Por lo tanto, es posible cuantificar el efecto total del choque sobre cada variable, haciendo abstracción de los efectos que pudieran derivarse de choques en otras variables del modelo. Cabe indicar, además, que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las variables del modelo convergen a su valor de estado estacionario.

La gráfica siguiente ilustra el efecto de un choque de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable luego del referido choque. El valor de estado estacionario⁴⁶ de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de aproximadamente quince trimestres, luego del citado choque. Sin embargo, la tasa de interés líder retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del sexto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.

⁴⁶ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en el que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas en el modelo.

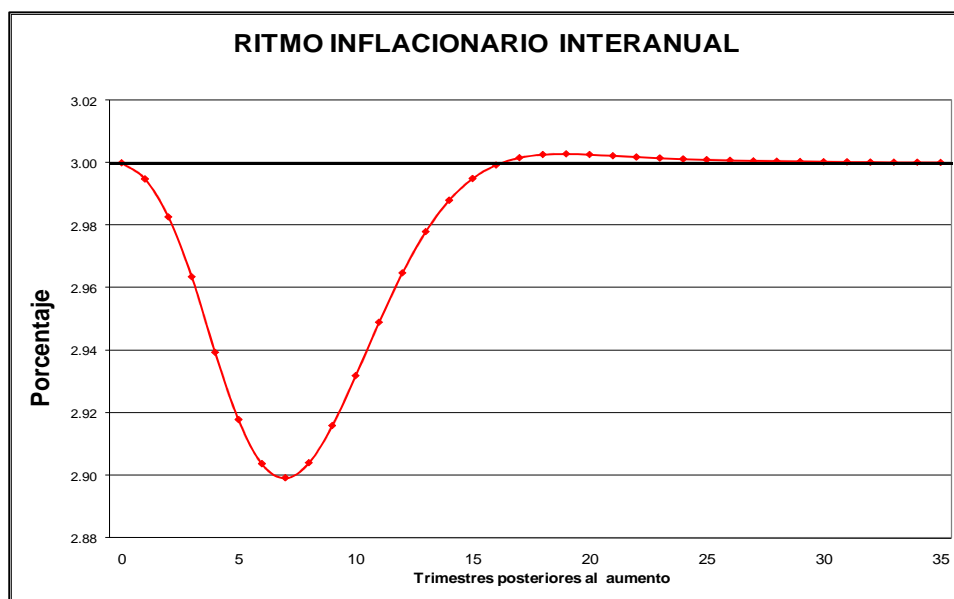


La gráfica siguiente ilustra el efecto de un choque de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés líder genera una reducción en la brecha del producto de hasta 0.27% en el cuarto trimestre. Sin embargo, el citado aumento tiende a diluirse y el producto observado converge hacia su nivel potencial, por lo que la brecha del producto tiende a cero en el largo plazo.





Tal como se ilustra en la gráfica siguiente, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un choque de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria genera una disminución de la tasa de inflación, la cual llega a 2.90% en el séptimo trimestre; seguidamente, dicha tasa converge lentamente a su estado de equilibrio de largo plazo.



En resumen, un choque temporal de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder de política monetaria causa una reducción máxima, también temporal, de 0.10% en la tasa de inflación interanual (lo que representa una reducción de 3.3% del valor de estado estacionario de esta variable). Para la materialización de este efecto, el mecanismo de transmisión involucra una reducción temporal máxima de 0.27% del producto potencial.



ANEXO 5

REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2008

Durante el primer semestre del año, el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el programa monetario y fiscal para 2008, evidencia cambios respecto de lo programado.

En ese sentido, la revisión del programa monetario para el resto de 2008 se hace necesaria, entre otros factores, por los siguientes: a) la tasa de crecimiento económico estimada para el presente año se redujo de 4.8% a 4.3%, como resultado, entre otros factores, de la desaceleración económica de los principales socios comerciales de Guatemala; b) la proyección de reservas monetarias internacionales mejoró como resultado de mayores desembolsos de deuda pública externa respecto de lo programado; y, c) las proyecciones fiscales para 2008, proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, con relación a ingresos y egresos para el resto del presente año, fueron modificadas.

Derivado de lo anterior, fue necesario revisar los corredores estimados de la emisión monetaria, de la base monetaria amplia, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado, a efecto de que sean compatibles con una tasa de crecimiento del producto interno bruto de 4.3% y con una meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.

Con esa base, las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios son las siguientes: a) emisión monetaria, 10.9% (11.4% en la estimación anterior); b) base monetaria amplia, 3.9% (4.4% en la estimación anterior); c) crédito bancario total al sector privado, 14% - 17% (17% - 20% en la estimación anterior); y, d) medios de pago totales, 8% - 11% (11% - 14% en la estimación anterior).

En el contexto descrito, a continuación se presenta el programa monetario revisado a septiembre, en el que se observa que al finalizar 2008 las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RMIN) aumentarían US\$300.0 millones, en tanto que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala crecerían Q8,378.0 millones.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2008
Millones de quetzales

Concepto	I TRIM Observado	II TRIM Observado	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,959	8,522	8,933	10,041	36,455
Egresos	7,561	8,578	10,396	13,296	39,831
Corrientes	5,771	5,982	7,594	8,243	27,589
Capital	1,790	2,596	2,803	5,053	12,242
Déficit (% del PIB)	-1,398	57	1,463	3,255	3,376 1.2
Financiamiento externo neto	-506	1,384	-399	1,054	1,533
Financiamiento interno neto	-817	1,837	-670	145	495
Variación de Caja	-76	-3,164	2,533	2,055	1,348
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	145	3,463	-743	-465	2,400
En US\$	18	433	-93	-58	300
II. Activos Internos Netos	-1,014	-3,974	6,590	6,775	8,378
1. Gobierno Central	-76	-3,164	2,533	2,055	1,348
2. Resto del sector público	-325	114	-30	-112	-352
3. Posición con bancos	43	-490	35	-384	-795
Crédito a bancos	0	0	-2	0	-2
Reserva bancaria	43	-490	37	-384	-793
4. Otros Activos Netos	-657	-434	333	499	-259
Gastos y productos	-377	-102	88	187	-203
Otros	-280	-332	245	311	-56
5. Vencimientos de DP	0	0	3,719	4,717	8,436
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	-869	-511	5,847	6,311	10,778
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-433	233	98	2,042	1,940
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	435	744	-5,749	-4,268	-8,838
D. COLOCACION DE OEM	-435	-744	5,749	4,268	8,838
E. COLOCACIONES NETAS OEM (-) aumento (+) disminución	435	744	-2,030	449	-402

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el tercer trimestre del año las RMIN disminuirían en US\$93.0 millones, como consecuencia, principalmente, de los pagos por concepto de servicio de la deuda pública. En cuanto a los AIN del Banco de Guatemala, éstos aumentarían en Q6,590.0 millones, debido, principalmente, al vencimiento de Depósitos a Plazo del Banco de Guatemala por Q3,719.0 millones y a la utilización de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,533.0 millones. En ese contexto, tomando en cuenta la demanda de emisión monetaria (Q98.0 millones), en dicho trimestre habría espacio para neutralizar liquidez por Q2,030.0 millones, por lo que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria tendría que aumentar en dicho monto.



En el cuarto trimestre, las RMIN disminuirían US\$58.0 millones, debido a egresos previstos, principalmente, por concepto de los pagos de servicio de deuda pública. Por su parte, los AIN aumentarían en Q6,775.0 millones, como consecuencia del vencimiento de títulos del Banco Central por Q4,717.0 millones y de una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,055.0 millones. Al considerar la demanda de emisión monetaria (Q2,042.0 millones), en dicho trimestre habría que inyectar liquidez por Q449.0 millones, por lo que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria se reduciría en el monto citado.

Consistente con la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, con el aumento de las RMIN y con el comportamiento previsto de los factores monetizantes y desmonetizantes, al finalizar 2008 se espera que el saldo de operaciones de estabilización monetaria con el sector privado aumente en aproximadamente Q402.0 millones.