

**BANCO DE GUATEMALA  
DICTAMEN CT-3/2009**



**INFORME DE  
POLÍTICA MONETARIA  
A JUNIO DE 2009**

**GUATEMALA, AGOSTO 2009**



# ÍNDICE

## INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2009

I.	MARCO GENERAL	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	2
A.	EXTERNO	2
1.	Perspectivas económicas internacionales para 2009	2
2.	Comportamiento de los precios internacionales de las materias primas e insumos	5
B.	INTERNO	6
1.	Balanza comercial a junio de 2009, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal	6
a)	Balanza comercial a junio de 2009	6
b)	Reservas Monetarias Internacionales Netas	9
c)	Tipo de cambio nominal	9
2.	Finanzas Públicas	12
3.	La actividad económica para 2009	13
a)	Aspectos generales	13
b)	Índice Mensual de la Actividad Económica	14
IV.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	14
A.	INFLACIÓN	14
1.	Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de julio de 2009	14
2.	Inflación subyacente	16
3.	Inflación importada	16
4.	Inflación en otros países de la región	17
5.	Respuesta de política monetaria	18
B.	PROYECCIÓN ECONOMETRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010	20

C.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO, CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	20
	1. Diagrama de abanico	20
	2. Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS	20
D.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	21
	1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados	21
	2. Expectativas implícitas de inflación	22
E.	TASA DE INTERÉS PARÁMETRO	22
F.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES ÍNDICATIVAS	23
G.	COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	23
	1. Emisión monetaria	23
	2. Base monetaria amplia	24
	3. Medios de pago	25
	4. Crédito bancario al sector privado	25
	a) Tasa de crecimiento interanual	25
H.	TASAS DE INTERÉS	26
	1. Tasa de interés líder de la política monetaria	26
	2. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	26
	a) En moneda nacional	26
	b) En moneda extranjera	27
	3. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario por tipo de deudor	28
	a) En moneda nacional	28
	b) En moneda extranjera	28
	4. Tasa de interés pasiva de paridad	29
I.	OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	29
	1. En moneda nacional	29
	a) Por plazo	29
	b) Por fecha de vencimiento	30

V.	ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2009	31
A.	RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	32
B.	ACTIVOS INTERNOS NETOS (AIN)	32
	1. Posición con el sector público	32
	2. Posición con bancos y financieras	32
	3. Resultado operativo de gastos y productos	32
	4. Operaciones de estabilización monetaria	32
C.	DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	32
VI.	AVANCES EN EL MARCO ANÁLITICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	32
A.	MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	32
B.	MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL	33
C.	MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL	33
D.	AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	33
VII.	CONCLUSIONES	33
	ANEXOS	36
	ANEXO 1 ANÁLISIS DEL MAPA DE ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL EN 2009	37
	ANEXO 2 LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2009	42
	ANEXO 3 REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2009	47

<p>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 julio de 2009.</p>
---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2009

## I. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria en resolución JM-161-2008 del 23 de diciembre de 2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, en la que estableció una meta de inflación de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2009 y de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2010. Asimismo, estableció una meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con un horizonte de convergencia de 5 años (hasta 2013).

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 sistema 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 con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

## II. SÍNTESIS EVALUATIVA

En lo que va de 2009, la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se ha efectuado en un escenario internacional complejo, caracterizado por la recesión de las economías de los Estados Unidos de América, de la Zona del Euro y de Japón, así como por una desaceleración económica generalizada en Centroamérica, un deterioro de la confianza en los mercados financieros internacionales, un aumento en la aversión al riesgo y un fuerte incremento en la volatilidad de los referidos mercados.

En ese sentido, los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica mundial se profundizaron hasta el primer trimestre de 2009 y a partir del segundo trimestre se observa una ligera recuperación, lo que se evidencia en el comportamiento de la actividad económica que han registrado los principales países industrializados desde el último trimestre de 2008 (Estados Unidos de América, -5.4% en el cuarto trimestre de 2008, -6.4% y -1.0%, en el primero y segundo trimestres de 2009, respectivamente; Zona del Euro, -7.2% en el cuarto trimestre de 2008, -10.0% y -0.4% en el primero y segundo trimestres de 2009, en su orden; y, Japón, -13.1% en el cuarto trimestre de 2008, -11.7% y 3.7% en el primero y segundo trimestres de 2009, respectivamente). Ante dicho panorama se ha generado una reducción en el precio internacional del petróleo, del maíz, del trigo y de otras materias primas, aunque a un ritmo más moderado en los meses recientes, por lo que por el lado del sector externo no

se evidencian presiones inflacionarias significativas, como las que se observaron en 2008<sup>1</sup>.

En el escenario interno, se registró un debilitamiento de los ingresos tributarios, los cuales se contrajeron 7.7% a julio del presente año, mientras que los gastos aumentaron 13.1%, situación que se tradujo en un déficit fiscal mayor y en un monto de depósitos en el Banco de Guatemala menor al contemplado en el programa monetario revisado. Es importante destacar que el nivel del déficit fiscal establecido con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el acuerdo *Stand-By* se cumplió en el segundo trimestre del año. El menor monto de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala, obedeció a que en las estimaciones fiscales se consideró que era factible que el Congreso de la República aprobara y se colocara un monto adicional de Bonos del Tesoro por Q1,800.0 millones. El Índice Mensual de la Actividad Económica mostró una marcada tendencia a la desaceleración hasta diciembre de 2008 y en lo que va de 2009 ha mostrado un comportamiento estable. En lo que respecta al sector externo, la reducción de la demanda externa se tradujo en una moderada caída del valor de las exportaciones en los primeros seis meses del año, mientras que el valor de las importaciones cayó significativamente respondiendo a la reducción de los precios internacionales del petróleo y de otras mercancías, de las cuales Guatemala es importador neto, pero también, a la reducción en el volumen importado debido a la desaceleración económica registrada en el país. Como resultado, el déficit comercial se redujo en más del 50% y consecuentemente el déficit en cuenta corriente disminuyó significativamente, a pesar de la caída de 10.3% observada a finales de julio en los flujos provenientes de remesas familiares.

Por otro lado, el ritmo inflacionario disminuyó de 14.16% en julio de 2008 a 9.40% en diciembre y a -0.30% en julio de 2009, lo que generó espacio para la implementación de una política monetaria más flexible ante la intensificación de la crisis financiera internacional. En efecto, la Junta Monetaria, a partir de enero de 2009, redujo la tasa de interés líder de política monetaria en seis ocasiones, reducciones que al 31 de julio totalizaron 250 puntos básicos con lo cual dicha tasa pasó de 7.25% vigente en diciembre de 2008, a 4.75% vigente al 31 de julio de 2009. Los mecanismos puestos a disposición a partir de noviembre de 2008 para permitir a las entidades bancarias obtener liquidez adicional tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, a fin de enfrentar

<sup>1</sup> A julio de 2009, el precio internacional promedio del petróleo, en términos interanuales, se redujo 51.8%, el del maíz 48.3% y el del trigo 36.6%.



de mejor manera los efectos del deterioro del entorno externo, vencieron en abril y en mayo de 2009, respectivamente; y ya no fue necesario extenderlos dada la normalización de las condiciones de liquidez tanto interna como externa.

El tipo de cambio nominal registró al 24 de agosto de 2009 una depreciación de 6.30%. Se considera que dicho comportamiento estuvo asociado a una reducción observada en los flujos netos de ingreso de capital privado externo a la economía, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo imperante en los mercados financieros internacionales a partir de septiembre de 2008 y de la desaceleración prevista para la economía guatemalteca en 2009. En ese escenario, durante algunos episodios, la formación de expectativas de depreciación ha intensificado y acelerado las variaciones del tipo de cambio nominal. Por otro lado, las reservas monetarias internacionales netas del Banco de Guatemala continuaron fortaleciéndose y al 31 de julio de 2009 alcanzaron un nivel de US\$5,035.5 millones.

La política macroeconómica disciplinada, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario, facilitaron la aprobación por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) de un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio que permite al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes en derechos especiales de giro, por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones, para apoyo de Balanza de Pagos. Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI que visitó al país del 3 al 14 de agosto de 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron.

Los efectos de la coyuntura internacional prevaeciente se han traducido en un menor dinamismo de la actividad económica y en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, así como en caídas en los ingresos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo, por flujos de capital de mediano plazo y una caída de la recaudación tributaria. Asimismo, a pesar de que el entorno macroeconómico externo, muestra señales incipientes de recuperación, es previsible que la región y el país sigan siendo afectados, dados los amplios márgenes de incertidumbre que aún existen.

Dentro de esa dimensión, cabe enfatizar la importancia de la gradualidad y prudencia con que se adopten las medidas futuras de política monetaria, ya que éstas si bien deben coadyuvar a mantener niveles adecuados de liquidez en el sistema bancario, también deben propiciar que las expectativas de inflación se anclen a las metas, contribuyendo así al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para un crecimiento económico dinámico y sostenido.

### III. ENTORNO MACROECONÓMICO

#### A. EXTERNO

##### 1. Perspectivas económicas internacionales para 2009<sup>2</sup>

De acuerdo con el FMI, el crecimiento económico mundial seguirá mostrando una marcada debilidad durante el resto de 2009, toda vez que dicho organismo prevé una contracción de la actividad económica de 1.4%, que contrasta con el crecimiento de 3.1% registrado en 2008. Las previsiones acerca de una caída en la actividad económica para el resto del año se sustentan, fundamentalmente, en la prolongación de la crisis financiera global, la cual seguirá generando condiciones crediticias restrictivas, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. A pesar de un aumento en la confianza de los agentes económicos, se prevé que durante 2009 prevalezcan condiciones de fragilidad en los mercados financieros. En el contexto descrito, los esfuerzos de los principales gestores de la política económica a nivel mundial se orientarán hacia la capitalización de las instituciones financieras de sus respectivos países para normalizar la canalización de crédito a la actividad productiva, factor de suma importancia para promover la recuperación económica global.

En cuanto a los Estados Unidos de América, aun cuando la confianza de los consumidores y de los productores ha aumentado, se espera que la actividad económica experimente una reducción de 2.6% en 2009, contrario al incremento de 1.1% registrado en el año previo. La proyección de una caída en la tasa de crecimiento de la economía estadounidense se sustenta en la continuidad de los efectos negativos generados por la crisis financiera, que ha propiciado escasez y encarecimiento del crédito al sector privado, a pesar de la política monetaria expansiva implementada por la Reserva Federal que ha llevado la tasa de interés a niveles cercanos a cero. En este contexto, la recuperación de la economía de los Estados Unidos de América está supeditada, por un lado, a la efectividad del estímulo fiscal para fortalecer la demanda agregada y contrarrestar el peligro de deflación; y, por el otro, a la reestructuración de las carteras de los bancos con problemas a fin de recapitalizarlos y restituir el flujo normal de crédito a la economía y con ello continuar fortaleciendo la confianza de los agentes económicos.

Para la Zona del euro, para 2009 se prevé una contracción de la actividad económica de 4.8%, lo que

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2009 y actualización de julio de 2009.



contrasta con el crecimiento de 0.8% registrado en 2008. La reducción prevista en el crecimiento económico de esta región se sustenta en el debilitamiento proyectado de la demanda global. Asimismo, se proyecta una menor demanda de las exportaciones de esta región y una caída de la inversión privada, debido a la continuidad de las restricciones crediticias derivadas de la insolvencia de varios entes financieros.

Para Japón, se proyecta una contracción económica de 6.0% en 2009, mayor que la registrada en 2008 de 0.7%. El deterioro previsto para esta economía se fundamenta en la profundización de los problemas de insolvencia del sistema financiero japonés, debido tanto al efecto contagio derivado de la alta interrelación con el sistema financiero estadounidense, como a los efectos negativos generados por la deflación. Sin embargo, se espera que la política fiscal expansiva, el aumento de la confianza de los consumidores y el efecto positivo que sobre las exportaciones japonesas tendrá el crecimiento de otras economías asiáticas, coadyuven a la recuperación de esta economía.

Para las economías en desarrollo de Asia, se espera que éstas alcancen un ritmo de crecimiento económico de 5.5%, inferior al 7.6% registrado en 2008. La ralentización prevista de las economías de esta región se debe a la reducción de la demanda mundial de sus exportaciones y a las condiciones crediticias adversas generadas por la crisis financiera global. En lo referente a la economía de la República Popular China, no obstante la caída de sus exportaciones, ésta registrará un crecimiento de 7.5%, inferior al de 2008 (9.0%), lo cual se debe al ingreso de capitales foráneos y a la política macroeconómica expansiva que promoverán un aumento tanto en el consumo interno como en la inversión.

Para India, se pronostica un crecimiento de 5.4%, inferior al 7.3% registrado en 2008. Esta previsión se sustenta en el deterioro del financiamiento externo tanto para empresas como para las entidades bancarias, lo cual propiciará una reducción de la inversión.

La proyección de crecimiento para las economías de África se estima en 1.8% (5.2% en 2008). Según el FMI, la recesión económica mundial incidirá en estas economías por varios canales: reducción de la inversión extranjera directa, disminución del ingreso de capitales, caída de las remesas familiares y debilitamiento de la demanda de las exportaciones africanas. Cabe puntualizar que la recesión económica global ha generado una caída de los precios internacionales tanto del petróleo como de las materias primas exportadas por estos países. Por otra parte, para las economías del Sub-Sahara, en

conjunto, se proyecta un crecimiento de 1.5%, inferior al observado en 2008 (5.5%).

Para Oriente Medio, se proyecta un crecimiento económico de 2.0%, tasa inferior a la de 2008 (5.2%). Estas economías serán afectadas por el deterioro de las condiciones financieras externas, lo que generará un menor ingreso de capitales y, por ende, restricciones crediticias que incidirán negativamente en la inversión productiva. Asimismo, la caída del precio internacional del petróleo reduciría aún más el ritmo de actividad económica en los países productores de dicho carburante.

Para América Latina y el Caribe, se estima una contracción económica de 2.6%, lo que contrasta con el crecimiento económico observado en 2008 (4.2%). El deterioro previsto en la actividad económica en estos países se debe, fundamentalmente, a que la crisis financiera global generará una reducción del flujo de capitales foráneos y un incremento del costo del financiamiento externo para empresas y bancos. El menor ritmo de actividad económica en las economías avanzadas, especialmente en la de los Estados Unidos de América, provocará una reducción del monto de remesas familiares, una caída en los ingresos generados por turismo y un debilitamiento de la demanda de las exportaciones de la región.

En lo que corresponde a la actividad económica en Centroamérica, se estima que la misma crezca 1.1% en 2009 (4.3% en 2008), debido, básicamente, a la menor demanda de las exportaciones centroamericanas, especialmente por parte de los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región. Se prevé que la reducción de los ingresos generados por el turismo, el menor flujo de remesas y la caída de la producción industrial, incidirán en la reducción del dinamismo económico en la región.

En cuanto a los países de Europa Central y del Este, para 2009 se estima una reducción de la actividad económica de 5.0%, contrario al crecimiento económico de 3.0% en el año previo. Cabe puntualizar que estas economías son especialmente vulnerables a la crisis financiera mundial debido a su dependencia de capitales foráneos, los cuales se prevé que se reduzcan en lo que resta del año. Además, se espera que caigan sus exportaciones y reciban menos inversión extranjera directa.

En lo que concierne a los países de la Comunidad de Estados Independientes, se proyecta una contracción económica de 5.8%, que difiere del crecimiento de 5.5% registrado en 2008. El deterioro previsto de la actividad económica en estas economías se sustenta en el menor acceso al crédito externo para financiar la actividad productiva, debido a la crisis financiera global, lo cual afectará tanto a corporaciones como a bancos. Asimismo, aun cuando el precio internacional de las mercancías que estos países



exportan ha aumentado, se prevé que el dinamismo económico en estas economías sea afectado por una reducción de la demanda de sus exportaciones, especialmente las que se emplean en la generación de energía.

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

	2008	2009 <sup>py/</sup>
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO<sup>1/</sup></b>		
Economía Mundial	3.1	-1.4
Economías avanzadas	0.8	-3.8
Estados Unidos de América	1.1	-2.6
Zona del euro	0.8	-4.8
Japón	-0.7	-6.0
Países en desarrollo de Asia <sup>2/</sup>	7.6	5.5
República Popular China	9.0	7.5
India	7.3	5.4
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.0	1.5
África	5.2	1.8
Oriente Medio	5.2	2.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.2	-2.6
Argentina <sup>3/</sup>	7.0	-1.5
Brasil	5.1	-1.3
Chile <sup>3/</sup>	3.2	0.1
México	1.3	-7.3
Perú <sup>3/</sup>	9.8	3.5
Colombia <sup>3/</sup>	2.5	0.0
Centroamérica <sup>3/</sup>	4.3	1.1
Europa Central y del Este	3.0	-5.0
Comunidad de Estados Independientes	5.5	-5.8
<b>INFLACIÓN <sup>3/</sup></b>		
Economías avanzadas <sup>1/</sup>	3.4	0.1
Estados Unidos de América	3.8	-0.9
Zona del euro	3.3	0.4
Japón	1.4	-1.0
Países en desarrollo de Asia <sup>2/</sup>	7.4	2.8
República Popular China	5.9	0.1
India	8.3	6.3
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo <sup>1/</sup>	9.3	5.3
África	10.1	9.0
Oriente Medio	15.6	11.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	7.9	6.6
Argentina	8.6	6.7
Brasil	5.7	4.8
Chile	8.7	2.9
México	5.1	4.8
Perú	5.8	4.1
Colombia	7.0	5.4
Centroamérica	11.2	5.9
Europa Central y del Este	8.0	4.6
Comunidad de Estados Independientes	15.6	12.6

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

<sup>1/</sup> Cifras tomadas de las Perspectivas de la Economía Mundial, edición de actualización, julio 8, 2009.

<sup>2/</sup> Asia en desarrollo la integran los siguientes países: Afganistán, Bangladesh, Bhután, Camboya, Fiji, Filipinas, India, Indonesia, Islas Salomón, Kiribati, Malasia, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papúa Nueva Guinea, República Democrática Popular de Laos, República Popular China, Samoa, Sri Lanka, Tailandia, Timor Oriental, Tonga, Vanuatu, Vietnam.

<sup>3/</sup> Cifras tomadas de las Perspectivas de la Economía Mundial, abril 2009.

Fuente: FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, abril 2009, y Perspectivas de la Economía Mundial, edición de actualización, julio 8, 2009.

## 2. Comportamiento de los precios internacionales de las materias primas e insumos

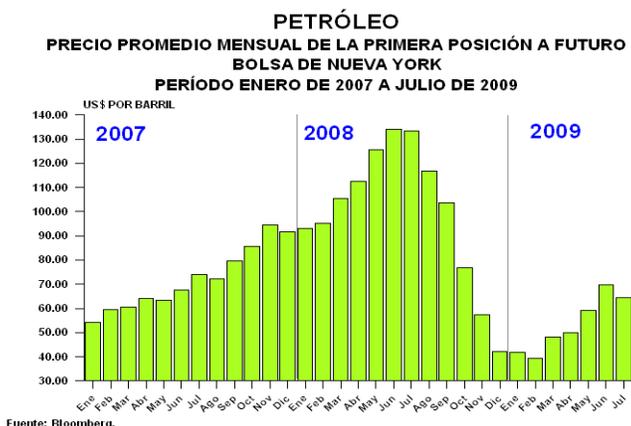
Durante 2007 y en el primer semestre de 2008 el comportamiento de los precios de las materias primas y alimentos mantuvo una tendencia al alza, derivado del desequilibrio provocado entre la oferta y demanda de dichos bienes; sin embargo, a partir del segundo semestre de ese año, las expectativas generadas respecto de una probable desaceleración económica, en un entorno de crisis financiera, provocó una presión hacia la baja en los precios de las materias primas y de los alimentos, la que persiste hasta julio de 2009, aunque en el caso del precio internacional del petróleo se observó un incremento de marzo a junio de ese año, para nuevamente experimentar una baja en el mes de julio.

En lo que respecta al precio promedio del barril de petróleo en la Bolsa de Mercancías de Nueva York, durante el período comprendido entre enero y julio de 2009, éste se situó en US\$53.20, inferior en 53.4% respecto del precio promedio registrado en el mismo período de 2008 (US\$114.16 por barril). Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo registró una caída de julio de 2008 a febrero de 2009, como resultado de la reducción en la demanda mundial del crudo, propiciada por la contracción económica en los países industrializados que se derivó de la crisis económica y financiera global.

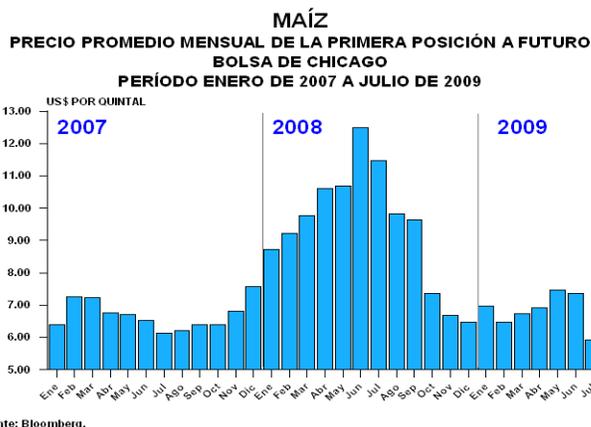
en gran medida, al incremento de la producción de petróleo, así como a pronósticos desfavorables sobre la demanda mundial de crudo en el largo plazo.

Cabe destacar que durante la reunión extraordinaria de la OPEP celebrada el 28 de mayo, dicho ente acordó mantener su nivel actual de producción, considerando los factores siguientes: que las principales economías industrializadas atravesaban por la mayor recesión observada en varias décadas, que en el sistema financiero internacional aún existía una crisis de confianza y que continuaba latente el riesgo de una caída en los mercados bursátiles del mundo, los cuales están altamente correlacionados con el mercado de petróleo.

En cuanto al precio internacional del maíz, asociado al incremento histórico registrado en el precio internacional del petróleo durante el primer semestre de 2008, éste se vio presionado al alza, como resultado del aumento en la demanda del grano para la producción de etanol, principalmente en los Estados Unidos de América; sin embargo, vinculado al menor nivel observado en el precio internacional del crudo, el precio del maíz registró una disminución desde julio de 2008, la cual se mantuvo hasta mediados de diciembre de dicho año. Durante el período comprendido de enero a julio de 2009, el precio internacional del quintal de maíz se situó en US\$6.83, inferior en 34.5% respecto del precio registrado en igual período de 2008 (US\$10.42).



El aumento observado en el precio internacional del petróleo de marzo a junio de 2009, fue resultado, por una parte, de los recortes a la producción acordados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), así como de las expectativas de nuevos recortes y, por la otra, del acuerdo entre los gobiernos de los países industrializados, en el sentido de implementar acciones conjuntas para contrarrestar la actual recesión; sin embargo, en julio de 2009 se observó una reducción en el precio del crudo, debido,

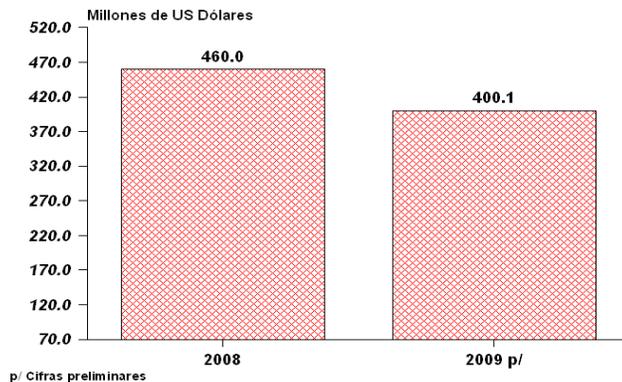


En lo concerniente al precio internacional del trigo, éste registró una tendencia al alza a partir del segundo semestre de 2007, como resultado de los daños ocasionados a la producción por factores climáticos, situación que provocó una reducción en el nivel de inventarios. A partir de abril de 2008, el precio internacional del cereal registró una tendencia a la baja, la cual se mantiene a la fecha. Dicha tendencia se atribuye a un incremento en la producción debido a mejores condiciones climáticas, así como a una



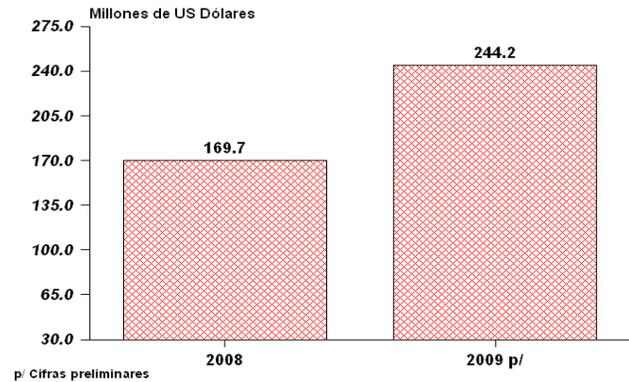
volumen exportado en quintales disminuyó, al pasar de 3,544.7 miles a junio de 2008 a 3,539.8 miles en igual período de 2009. Según la Asociación Nacional del Café (ANACAFE), la disminución en el volumen exportado está asociada a un incremento en los costos de producción y comercialización, así como a las dificultades para acceder a líneas de crédito, producto de la crisis financiera internacional.

### EXPORTACIONES (FOB) DE CAFÉ A junio de cada año



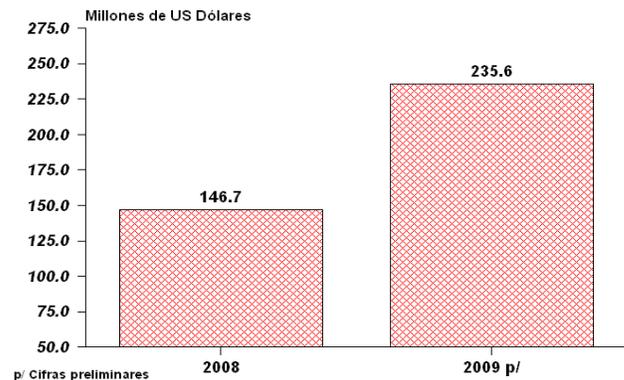
El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$244.2 millones, monto superior en US\$74.5 millones (43.9%) con relación al registrado a junio de 2008, como resultado de los incrementos de 27.6% en el volumen exportado y de 12.7% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentó de 13,760.4 miles a junio de 2008 a 17,563.6 miles a junio de 2009. De acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), el incremento en el volumen exportado se debe al mayor rendimiento de las áreas sembradas en la cosecha pasada, dado que hubo una buena luminosidad en las plantaciones. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$12.33 a junio de 2008 a US\$13.90 en igual período de 2009. El incremento en el precio medio de exportación se asocia a una menor oferta por parte de India y de la República Popular China, segundo y tercer productores mundiales del edulcorante, debido a sequías en el caso de India y tifones e inundaciones en el caso de la República Popular China.

### EXPORTACIONES (FOB) DE AZÚCAR A junio de cada año



En lo que respecta al valor de las exportaciones de banano, éste se ubicó en US\$235.6 millones, monto superior en US\$88.9 millones (60.6%) al registrado a junio de 2008. Dicho resultado obedeció tanto al aumento en el volumen exportado, al pasar de 14,319.1 miles de quintales en 2008 a 16,168.1 miles de quintales en 2009, como al incremento de 42.2% en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasó de US\$10.25 a junio de 2008 a US\$14.57 a junio de 2009. Dicho comportamiento se asocia a la mayor demanda, principalmente, por parte de los Estados Unidos de América.

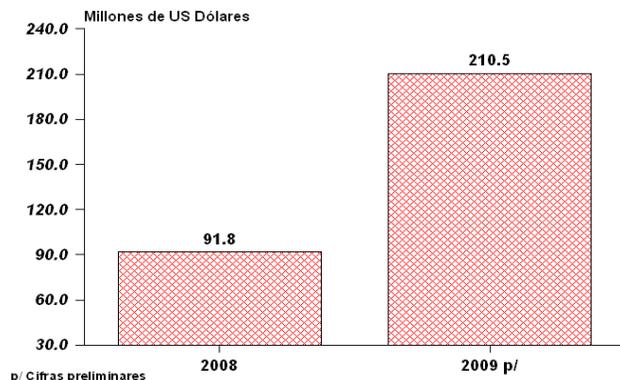
### EXPORTACIONES (FOB) DE BANANO A junio de cada año



El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$210.5 millones, monto superior en US\$118.7 millones (129.3%) al observado a junio de 2008. Este resultado se explica por el aumento de 104.5% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$364.72 a junio de 2008 a US\$745.92 a junio de 2009 y por el incremento de 30.5 miles de quintales registrado en el volumen exportado. De conformidad con el semanario internacional *The Public Ledger*, el

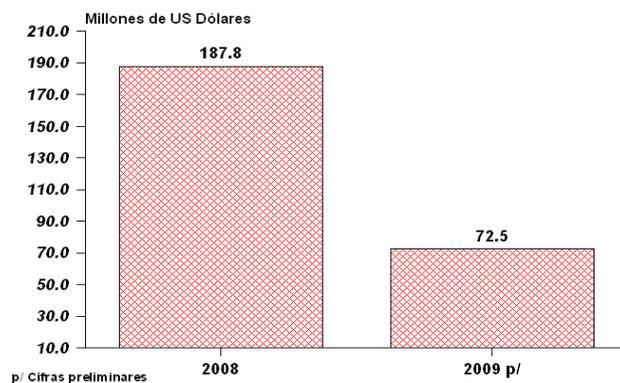
incremento del precio del cardamomo se asocia a menores expectativas de producción del aromático a nivel mundial.

### EXPORTACIONES (FOB) DE CARDAMOMO A junio de cada año



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a junio de 2009 se situó en US\$72.5 millones, monto inferior en US\$115.3 millones (61.4%) al registrado al mismo período de 2008. Dicho comportamiento se debe, fundamentalmente, a la disminución en el precio medio de exportación por barril, que se situó en US\$34.04<sup>4</sup>, menor en US\$44.44 (56.6%) al observado a junio de 2008. La disminución en el precio internacional del petróleo fue inducida por la merma en la demanda mundial, como consecuencia de la recesión económica mundial.

### EXPORTACIONES DE PETRÓLEO A junio de cada año



<sup>4</sup> El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (US\$69.70 a junio de 2009), 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, éste se situó en US\$2,551.7 millones, monto inferior en US\$382.2 millones (13.0%) respecto a junio de 2008. Este resultado obedece a las disminuciones de US\$129.2 millones (11.8%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana, de US\$108.1 millones (17.8%) de las exportaciones destinadas al resto del mundo, así como de US\$144.9 millones (11.8%) de las exportaciones amparadas bajo el Decreto 29-89<sup>5</sup>, respecto de igual período de 2008.

En lo que respecta a exportaciones a Centroamérica, destaca la disminución en los rubros de productos químicos por US\$32.4 millones, materiales de construcción por US\$29.4 millones, artículos plásticos por US\$13.9 millones, productos de vidrio por US\$9.8 millones y productos metálicos por US\$9.2 millones.

En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo, sobresale la disminución en los siguientes rubros: artículos de vestuario por US\$29.8 millones, caucho natural por US\$22.5 millones; frutas y sus preparados por US\$21.8 millones, productos metálicos por US\$15.5 millones y productos químicos por US\$10.8 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones, a junio de 2009, éste se situó en US\$5,386.9 millones, monto inferior en US\$2,099.8 millones (28.0%) al registrado en igual período de 2008. Este resultado se explica tanto por el menor ritmo en la actividad económica del país como por la disminución en el precio internacional del petróleo y otras materias primas. Las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios disminuyeron 35.5%, al pasar de US\$2,024.5 millones a junio de 2008 a US\$1,306.4 millones en igual período de 2009. Por su parte, las importaciones de Combustibles y Lubricantes registraron una disminución de 40.8%, al pasar de US\$1,597.4 millones a junio de 2008 a US\$945.2 millones a junio de 2009. Con relación a las importaciones de Materiales de Construcción, éstas registraron un monto de US\$136.8 millones, inferior en US\$52.6 millones (27.7%) al valor registrado en igual período del año anterior.

Por su parte, las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta registraron una disminución de 23.3%, al pasar de US\$1,105.8 millones a junio de 2008 a US\$847.8 millones a junio de 2009; en tanto que las importaciones de Bienes de Consumo se ubicaron en US\$1,467.5 millones, monto inferior en US\$239.2 millones (14.0%) al registrado a junio de 2008. Finalmente, las importaciones amparadas bajo el Decreto 29-89 registraron un monto de US\$683.0

<sup>5</sup> Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila.

millones, inferior en US\$179.6 millones (20.8%) al monto registrado en igual período de 2008.

#### b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 31 de julio de 2009, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,035.5 millones, monto mayor en US\$376.7 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2008. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$517.9 millones, egresos de divisas por US\$389.7 millones y otros ingresos netos por US\$248.5 millones.

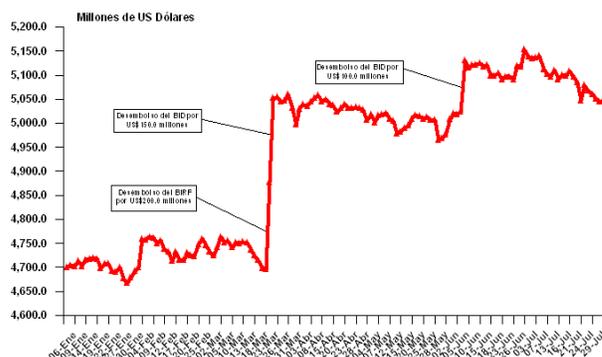
Los ingresos se originaron por los desembolsos de deuda pública externa recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$517.9 millones. Con relación a los egresos, se realizaron pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada del Sector Público no Financiero por US\$242.6 millones, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$69.7 millones y venta de divisas por parte del Banco Central en el mercado cambiario por US\$77.4 millones.

En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan los derivados de inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$81.7 millones (de los cuales US\$13.3 millones corresponden a valorización neta de precios no realizada del portafolio y US\$68.4 millones corresponden a intereses devengados no percibidos); ingresos derivados de vencimientos de operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera por medio de operaciones de reporto con bancos del sistema por US\$92.4 millones; depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por US\$30.0 millones; otros ingresos por administradores de cartera por US\$50.4 millones, regalías por explotación de petróleo por US\$19.0 millones y otros egresos netos por US\$25.0 millones.

El nivel de RMIN al 31 de julio de 2009 (US\$5,035.5 millones), permitiría cubrir 5 meses de importaciones (por arriba del estándar internacional de 3 meses) lo cual refleja la solidez externa del país. Dicha solidez también puede medirse mediante la cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 31 de julio de 2009, el nivel observado de RMIN era equivalente a 7.8 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año (8.5 veces al 31 de julio de 2008).

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos de la deuda pública externa en un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 3.3 veces las referidas obligaciones.

#### RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS AÑO 2009<sup>v</sup>



<sup>v</sup> Al 31 de julio

#### c) Tipo de cambio nominal

##### i) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

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, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario mediante una regla que se basa en criterios objetivos y transparentes, que tiene la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. La regla de participación vigente se aprobó mediante resolución JM-161-2008 del 23 de diciembre de 2008. La participación del Banco Central en el mercado cambiario se efectúa privilegiando la citada regla; no obstante, dada la intensificación de la crisis financiera internacional y la incertidumbre que la misma ha generado en los mercados financieros, aunque en menor magnitud que en otros países de Latinoamérica, en el caso de Guatemala se elevó la volatilidad en el mercado cambiario, lo que propició la formación de expectativas de depreciación cambiaria, situación que hizo necesario que la regla de participación fuera complementada mediante resolución JM-22-2009 del 25 de febrero de 2009, disposición que permite al Banco de Guatemala participar discrecionalmente, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal. Cabe mencionar que durante el año, el Banco de Guatemala ha participado en el mercado cambiario vendiendo US\$190.0 millones (US\$67.5 millones en marzo, US\$9.9 millones en julio y US\$112.6 millones en lo que va de agosto).

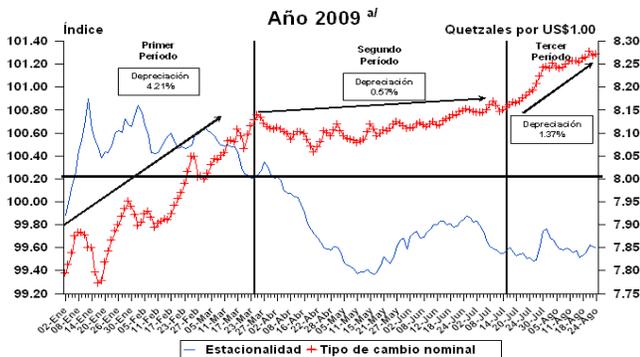
**ii) Comportamiento reciente**

En lo que va del presente año, se pueden identificar tres etapas en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal respecto del dólar estadounidense. La primera etapa comprende del 31 de diciembre de 2008 al 31 de marzo de 2009, período en el que el tipo de cambio registró una tendencia hacia la depreciación, al pasar de Q7.782 a Q8.110 por US\$1.00, lo que en términos relativos equivale a variación de 4.21%. La segunda etapa abarca del 1 de abril al 15 de julio, episodio en el que el tipo de cambio registró un comportamiento relativamente estable, pasando de Q8.108 a Q8.155 por US\$1.00, lo que representó una leve depreciación de 0.57%. La tercera etapa comprende del 16 de julio al 24 de agosto, período en el que el tipo de cambio registró nuevamente una tendencia a la depreciación, aunque en menor magnitud que la observada durante la primera etapa, al pasar de Q8.160 a Q8.272 por US\$1.00, equivalente a una depreciación de 1.37%. Si se suma el comportamiento del tipo de cambio nominal de las tres etapas, resulta que la depreciación acumulada en el año es de 6.3%, mientras que la depreciación interanual es de 11.5%, como se ilustra en la siguiente gráfica.

vale la pena destacar el hecho de que los flujos de capital oficial (mediante el desembolso de empréstitos en el exterior) no tienen efecto sobre el tipo de cambio, dado que el Ministerio de Finanzas Públicas los traslada al Banco de Guatemala por mandato de ley, los que se quetzalizan a favor de dicho ministerio y el monto en dólares incrementa las reservas monetarias internacionales. En lo que corresponde a la balanza cambiaria privada, vale destacar que una parte de los flujos privados de divisas que se registran en la misma no constituyen oferta disponible en el mercado institucional de divisas en la medida en que algunos agentes económicos receptores de tales flujos los depositan en los bancos del sistema; y éstos, a su vez, pueden utilizarlos para incrementar su posición externa neta. Las captaciones en moneda extranjera de los bancos del sistema registraron un incremento de US\$355.9 millones entre el 31 de diciembre de 2008 y el 20 de agosto de 2009 (aumento de US\$149.8 millones en igual período de 2008).

Por otra parte, el resultado de la cuenta corriente de la balanza cambiaria mejoró significativamente, dado que al 20 de agosto de 2009, el flujo acumulado de la cuenta corriente registró un superávit de US\$377.3 millones (déficit de US\$528.9 millones a la misma fecha del año anterior), lo anterior se explica en el hecho de que la reducción de los ingresos por exportaciones ha sido más que compensada por la disminución de los egresos por importaciones; por su parte, el rubro de transferencias corrientes registra una disminución de alrededor del 10.0%, debido a la reducción en el ingreso de divisas por remesas familiares, como se ilustra en las gráficas siguientes.

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y SU ESTACIONALIDAD <sup>1/</sup>**

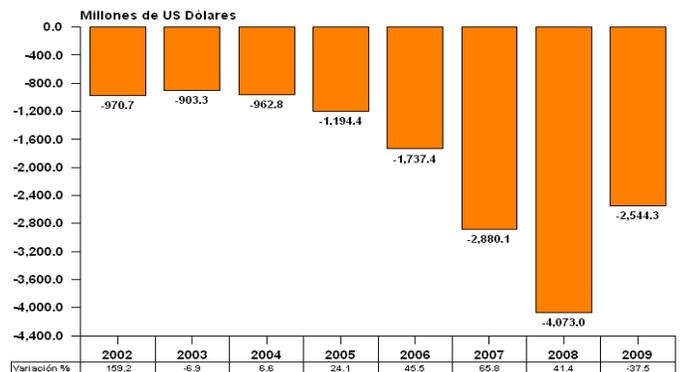


<sup>1/</sup> Estacionalidad base: 2003-2008  
<sup>2/</sup> Al 24 de agosto

El comportamiento del tipo de cambio nominal está determinado fundamentalmente por los factores siguientes: a) evolución de la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario; b) niveles de liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera; y, c) expectativas de los agentes económicos.

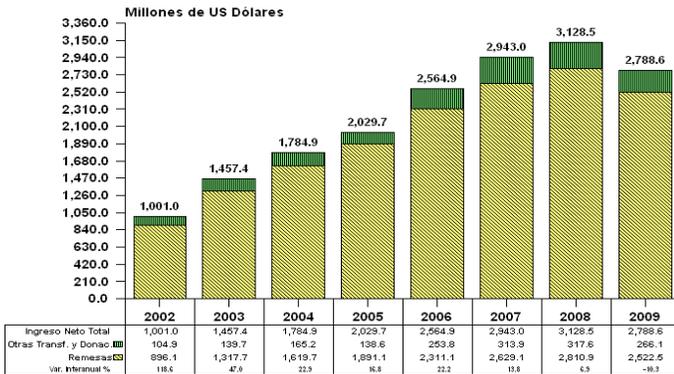
En el caso de la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario, en lo que va del año la balanza cambiaria total y la balanza cambiaria del sector privado han exhibido superávits de US\$1,069.8 millones y US\$700.9 millones, en su orden. Aun cuando la balanza cambiaria total registra superávit,

**INGRESO NETO POR COMERCIO (Exportaciones - Importaciones)**  
 Flujo acumulado del 1 de enero al 20 de agosto de cada año



**TRANSFERENCIAS Y DONACIONES  
(Ingresos - Egresos)**

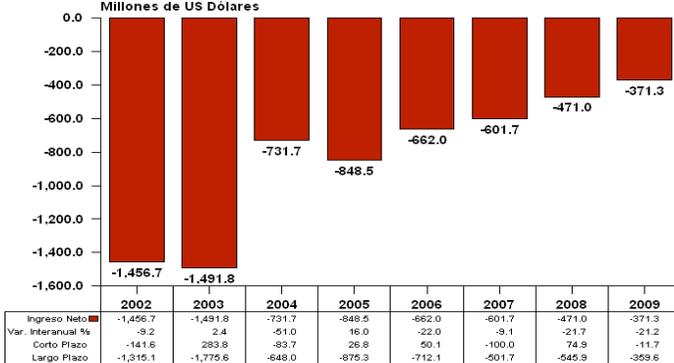
Flujo acumulado del 1 de enero al 20 de agosto de cada año



En cuanto a la cuenta de capital de la balanza cambiaria, los flujos de capital privado (inversiones más préstamos) registran una disminución importante, respecto de los flujos observados el año anterior, explicada fundamentalmente por la disminución en el rubro de préstamos de largo plazo (que incluye el pago de líneas de crédito al exterior), los cuales se redujeron en alrededor del 77.0% respecto del flujo observado a la misma fecha de 2008.

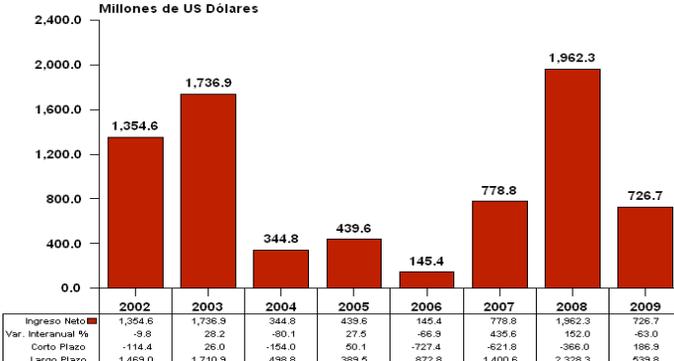
**CAPITAL PRIVADO  
INGRESO POR INVERSIONES  
(Ingresos-Egresos)**

Flujo acumulado del 1 de enero al 20 de agosto de cada año



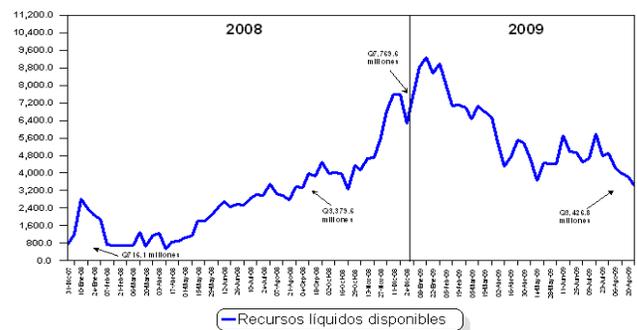
**CAPITAL PRIVADO  
INGRESO POR PRÉSTAMOS  
(Ingresos-Egresos)**

Flujo acumulado del 1 de enero al 20 de agosto de cada año



Otro factor que puede influir en el tipo de cambio es el excedente de moneda local con relación a la oferta de moneda extranjera. Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 25 de agosto de 2009, los recursos líquidos disponibles de los bancos del sistema (posición diaria de encaje más DP al plazo de 7 días) se han mantenido en niveles elevados, fluctuando en un rango de entre Q3,400.0 millones y Q9,300.0 millones, aspecto que tiene que ver con la desaceleración de la actividad económica y, a su vez, con la menor demanda de crédito bancario por parte de los agentes económicos. Por otra parte, el incremento en la liquidez también ha sido influenciado por los recursos inyectados por la aceleración del gasto público desde finales de 2008 y por las medidas de política monetaria implementadas en el último trimestre de 2008 y en el primer cuatrimestre de 2009.

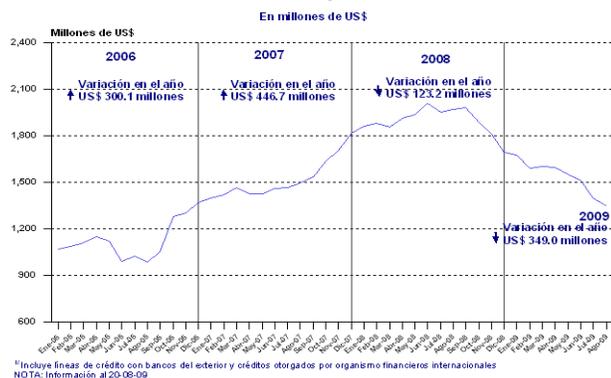
**SISTEMA BANCARIO  
RECURSOS LÍQUIDOS DISPONIBLES 1/  
Diciembre 2007 - Agosto 2009 2/  
En millones de quetzales**



1/ De 1985 a 2007 el sistema de la poscuenta de liquidez y el saldo de los bancos del sistema bancario es COP; a 7 días plazo.  
2/ Al 25 de agosto.

En ese contexto, los bancos del sistema contaron con los recursos líquidos suficientes para comprar moneda extranjera y amortizar las líneas de crédito contratadas en el exterior sin necesidad de recurrir a la ventanilla que el Banco de Guatemala puso a disposición de las instituciones bancarias para proveerles de liquidez en moneda extranjera. En efecto, al 20 de agosto el sistema bancario registró una disminución de su financiamiento externo total de US\$349.0 millones.

### Sistema Bancario Financiamiento Externo Total <sup>1/</sup> Enero 2006 - agosto 2009



En adición a lo anterior, la orientación de la política monetaria ha sido flexible en el presente año, debido a la reducción en los pronósticos de inflación y a la desaceleración de la actividad económica, lo que se refleja en la disminución de la tasa de interés líder de 250 puntos básicos, reducción que ha incentivado a los bancos del sistema a buscar otras opciones de inversión en virtud que la demanda de crédito bancario se ha reducido.

Las expectativas de los agentes económicos es otro factor que puede incidir en el comportamiento del tipo de cambio y que tienden a exacerbarse cuando éste comienza a apreciarse o depreciarse más rápidamente. Se considera que dichas expectativas habrían surgido luego de la intensificación de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, por la incertidumbre, principalmente con relación a los flujos de crédito provenientes del exterior. El efecto de tales expectativas se evidencia en el hecho de que ha aumentado, en alguna medida, la preferencia de los agentes económicos por depósitos en moneda extranjera en los bancos del sistema; de hecho, éstos han pasado de representar 16.3% de los depósitos totales el 31 de diciembre de 2008 a 18.7% el 20 de agosto de 2009.

En resumen, si bien la magnitud de la reducción observada en el valor nominal de las importaciones ha reducido los requerimientos de financiamiento externo del país, los flujos de capital privado externo, por una parte, han disminuido y, por la otra, no han sido canalizados en su totalidad al mercado cambiario, dado que, como se indicó, una parte de ellos se ha destinado a incrementar las captaciones en moneda extranjera en los bancos del sistema. En el contexto descrito, la depreciación nominal observada se ha exacerbado por expectativas de los agentes económicos, en ciertos episodios del año (especialmente en marzo, fines de julio y principios de agosto), para cuya formación han contribuido las

reducciones mencionadas en flujos de capital en adición a las disminuciones en las exportaciones, en las remesas familiares, y en los flujos de turismo y de inversión extranjera directa.

## 2. Finanzas Públicas

El deterioro del contexto económico mundial y sus impactos en la economía de Guatemala, se ha reflejado también en una reducción de los ingresos tributarios del gobierno central, lo cual presiona las finanzas del Estado. Ante dicha situación las autoridades fiscales han tomado medidas de contención del gasto, que garanticen la ejecución de los programas de gobierno, y de búsqueda de fuentes adicionales de financiamiento a las contempladas originalmente en el presupuesto.

De acuerdo a la evolución registrada por las finanzas públicas a julio de 2009, los resultados manifestaron una caída en los ingresos tributarios más acentuada que la considerada en las estimaciones acordadas con el Fondo Monetario Internacional en el Acuerdo *Stand-By* suscrito en abril del presente año. En este sentido, de acuerdo a una nueva revisión de las estimaciones de cierre de 2009 de las finanzas públicas realizada por el Ministerio de Finanzas Públicas, se considera que la reducción de los ingresos totales del gobierno sería mayor a la estimada en dicho acuerdo, por tal motivo, la carga tributaria se ubicaría en 9.8% (10.5% según la estimación de abril). Ante dicha contracción en la recaudación tributaria, el gobierno planteó la necesidad de acceder a fuentes alternativas de financiamiento del presupuesto y anunció un programa de reordenamiento de gasto. El gobierno había solicitado al Congreso de la República de Guatemala en abril una ampliación al monto de la emisión, negociación y colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala hasta por un valor nominal de Q1,800.0 millones. No obstante, como se indicó, al observar la evolución de los ingresos tributarios al mes de julio y realizar una estimación del cierre de la situación financiera del gobierno para 2009. Las autoridades del Ministerio de Finanzas Públicas consideraron pertinente realizar una nueva solicitud de ampliación adicional a la emisión del Bonos del Tesoro por un monto de Q1,200.0 millones, lo cual representa una ampliación total de Q3,000.0 millones. Conforme a información proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, los recursos provenientes de la colocación de bonos se destinaron a la inversión pública, al pago de servicio de la deuda pública y a la transferencia al Registro Nacional de las Personas (RENAP) para la implementación del documento único de identidad.

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del gobierno central a julio de 2009 registró un déficit

de Q2,762.3 millones, equivalente a 0.9% del PIB (superávit de Q1,476.1 millones a julio de 2008, equivalente a 0.5% del PIB). En términos del resultado primario<sup>6</sup>, se registró un déficit de 0.1% del PIB (superávit de 1.3% del PIB a julio de 2008), como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q2,432.2 millones del gasto total, se genera un déficit por Q330.1 millones (superávit de Q3,764.4 millones a julio de 2008) y un ahorro corriente de Q2,817.7 millones.

Los ingresos totales a julio de 2009 registraron un monto de Q19,886.3 millones, inferior en Q1,610.3 millones (7.5%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 48.3% con relación al total presupuestado para 2009 (68.6% en 2008). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q18,864.3 millones, monto inferior en Q1,567.8 millones (7.7%) al registrado a julio de 2008. Dicha disminución se explica por una menor recaudación de impuestos indirectos por Q1,393.6 millones respecto a julio de 2008. La disminución en la recaudación de los impuestos indirectos, se debe principalmente a la menor recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA). En efecto, los ingresos por concepto de IVA alcanzaron un monto de Q8,548.6 millones, inferior en Q1,086.1 millones a lo percibido en igual período de 2008. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la menor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue inferior en Q1,281.8 millones (20.5%) respecto a julio de 2008.

En lo que se refiere a los gastos totales, a julio de 2009 éstos registraron un monto de Q22,648.6 millones, mayores en Q2,628.1 millones (13.1%) respecto al monto observado en igual período de 2008.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q16,803.0 millones, superiores en Q2,284.9 millones (15.7%) a los del mismo período del año anterior, resultado, principalmente, de los mayores gastos de operación (Q1,668.2 millones), de transferencias corrientes (Q472.8 millones) y de intereses de la deuda pública (Q143.9 millones). Por otra parte, los gastos de capital se situaron en Q5,845.6 millones, superiores en Q343.2 millones (6.2%) a los registrados en igual período de 2008, explicado por las mayores erogaciones de inversión directa por Q692.7 millones (42.9%) mientras que las de inversión indirecta fueron menores en Q349.5 millones (9.0%).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q2,990.9 millones, como resultado de

desembolsos por Q4,173.7 millones<sup>7</sup> y amortizaciones por Q1,182.8 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q1,570.2 millones, debido a negociaciones de títulos públicos por Q2,171.8 millones y a vencimientos por Q601.6 millones.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a julio de 2009, un incremento en la caja fiscal de Q1,798.8 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

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

CONCEPTO	2008	2009 <sup>p/</sup>	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>21,496.6</b>	<b>19,886.3</b>	<b>-1,610.3</b>	<b>-7.5</b>
A. Ingresos	21,273.8	19,632.0	-1,641.8	-7.7
1. Ingresos Corrientes	21,261.5	19,620.7	-1,640.8	-7.7
a. Tributarios	20,432.1	18,864.3	-1,567.8	-7.7
b. No Tributarios	829.4	756.4	-73.0	-8.8
2. Ingresos de Capital	12.3	11.3	-1.0	-8.1
B. Donaciones	222.8	254.3	31.5	14.1
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>20,020.5</b>	<b>22,648.6</b>	<b>2,628.1</b>	<b>13.1</b>
A. Funcionamiento	14,518.1	16,803.0	2,284.9	15.7
B. Capital	5,502.4	5,845.6	343.2	6.2
<b>III. Déficit o Superávit Fiscal</b>	<b>1,476.1</b>	<b>-2,762.3</b>	<b>-4,238.4</b>	<b>-287.1</b>
<b>IV. Ahorro en Cuenta Corriente</b>	<b>6,743.4</b>	<b>2,817.7</b>	<b>-3,925.7</b>	<b>-58.2</b>
<b>V. Financiamiento</b>	<b>-1,476.1</b>	<b>2,762.3</b>	<b>4,238.4</b>	<b>-287.1</b>
A. Financiamiento Externo Neto	712.7	2,990.9	2,278.2	319.7
B. Financiamiento Interno Neto	404.6	1,570.2	1,165.6	288.1
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,593.4	-1,798.8	794.6	-30.6

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.  
<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

### 3. La actividad económica para 2009<sup>8</sup>

#### a) Aspectos generales

En marzo de 2009, se revisó hacia la baja la estimación de crecimiento de la actividad económica del país para el presente año, estableciéndolo en un rango de entre 1.0% y 2.0%, en un contexto en el que la economía mundial había entrado en un proceso de recesión, debido a la profundización de la crisis financiera internacional; sin embargo, debido a la prolongación de la referida crisis, así como al deterioro de varios indicadores macroeconómicos de los principales socios comerciales del país y de la economía nacional, se hizo necesario revisar nuevamente la tasa de crecimiento económico del país.

Como resultado de dicha revisión, se estima que para 2009 la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales,

<sup>6</sup> El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública de la medida convencional de déficit o superávit fiscal.

<sup>7</sup> Sobresalen los desembolsos recibidos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$280.0 millones (equivalente a Q2,265.5 millones), de los cuales, US\$150 millones serán destinados al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas", US\$100 millones al "Programa de Inversión en Capital Humano" y US\$30 millones al "Programa Mi Escuela Progresa". Asimismo, se recibieron del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) US\$200.0 millones (equivalente a Q1,614.5 millones) correspondientes al "Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional".

<sup>8</sup> Un análisis por ramas de actividad se presenta en Anexo 2.

registre un crecimiento de entre 0.4% y 1.2%, inferior a la tasa de crecimiento de 2008 (4.0%).

En el comportamiento estimado de la actividad económica nacional se han analizado e incorporado tanto factores externos como internos.

En el orden externo, se consideraron los aspectos siguientes: a) la prolongación de la contracción económica mundial, en particular en los Estados Unidos de América; b) las perspectivas de recuperación económica en el segundo semestre, las que aún son débiles; c) el mayor deterioro del comercio mundial; d) la desaceleración en el crecimiento económico de la región centroamericana y otros socios comerciales; e) la mayor caída prevista para las exportaciones e importaciones del país, así como para el ingreso de divisas por remesas familiares y turismo; f) la mayor reducción en la inversión extranjera directa. En ese sentido, según las estimaciones más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), divulgadas en julio de 2009, se espera que la economía mundial registre una contracción de 1.4% en 2009 (-1.3% en la estimación de abril de 2009); y, como un aspecto positivo se tomó en cuenta el mantenimiento de precios favorables para algunos productos de exportación, particularmente banano, cardamomo y azúcar.

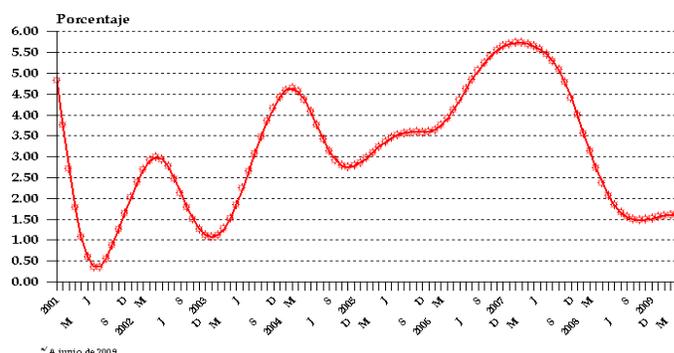
En el orden interno, se consideraron los aspectos siguientes: a) el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; b) la reducción de la tasa de inflación; c) el comportamiento del crédito bancario al sector privado; y, d) la información reciente de asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas.

#### b) Índice Mensual de la Actividad Económica

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), la variación interanual de su tendencia-ciclo, después de haber mostrado un comportamiento ascendente durante el período enero de 2005 a abril de 2007, cuando alcanzó el punto máximo (5.73%), empezó a desacelerarse hasta ubicarse en junio de 2009 en 1.63%, variación inferior a la observada en el mismo mes de 2008 (2.07%). Este resultado es congruente con la desaceleración prevista en la actividad económica para el presente año que aun presenta una tasa de crecimiento positiva en contraste con las estimaciones de crecimiento económico del resto de países de Centroamérica<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Según la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, a mayo de 2009, el resto de países de Centroamérica registraron variaciones interanuales negativas en sus respectivos índices mensuales de la actividad económica.

**ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
Índice Tendencia-Ciclo  
BASE 2001 = 100.0  
AÑOS: 2000 - 2009<sup>v</sup>  
(Variación interanual)



A nivel de componentes del IMAE, a junio de 2009, las actividades que mostraron un comportamiento alcista en la tendencia-ciclo fueron: la Actividad de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca; la Actividad de la Industria Manufacturera; la Actividad Minera; la Actividad Comercial; la Actividad Financiera; la Actividad de Electricidad y Agua; y, la Actividad de Servicios Privados, cuyas ponderaciones representan el 16.44%, 22.69%, 0.79%, 14.78%, 3.87%, 3.12%, y 18.20%, respectivamente; que en conjunto suman el 79.89% de la estructura del IMAE.

Por su parte, las actividades que registraron una disminución en su comportamiento fueron: la Actividad de Administración Pública y Defensa y la Actividad Propiedad de Vivienda, cuyas ponderaciones representan el 7.97% y 12.14%, respectivamente; que en conjunto suman el 20.11% de la estructura del IMAE.

## IV. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

### A. INFLACIÓN

#### 1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de julio de 2009

Con base en el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el comportamiento del ritmo inflacionario en 2009 ha mostrado una clara tendencia hacia la desaceleración, alcanzado, incluso, al 31 de julio de 2009, a nivel república, un ritmo inflacionario negativo de -0.30%. La desaceleración observada en el ritmo inflacionario, está asociada a la influencia que han ejercido tanto factores externos como internos.

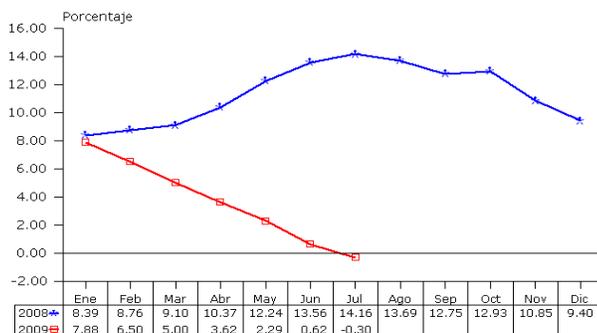
En cuanto a los factores externos, cabe mencionar que la crisis de la economía mundial ha repercutido en una baja en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como de sus

derivados, a niveles inferiores a los registrados el año previo, aspecto que ha incidido en la marcada desaceleración del ritmo inflacionario. Tal situación se evidencia en la desaceleración que ha registrado la inflación de alimentos (que en su producción incorpora dichas materias primas) que por su alta correlación con la inflación total puede inferirse que es un determinante importante de la inflación en Guatemala.

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

Cabe indicar que a nivel de divisiones de gasto, las correspondientes a Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; Transporte y comunicaciones; y, Educación, explicaron, en conjunto, el comportamiento de la inflación total a julio de 2009.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
RITMO INFLACIONARIO  
AÑOS: 2008 - 2009



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

La división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), registró una variación interanual negativa de -0.91%. En dicha división de gasto existen factores internos y externos que explican el comportamiento a la baja, resaltando la reducción de precios de *Hortalizas, legumbre y tubérculos* asociada a excedentes de producción. Por su parte, la reducción de *Aceites y grasas* se justifica por la reducción en el precio internacional de sus materias primas. En lo que respecta al *Agua, bebidas gaseosas y jugos*, la disminución se asocia a la baja demanda por la disminución de la actividad económica; y la

disminución registrada en *Pan y cereales* obedece principalmente a la disminución en el precio internacional del trigo.

DIVISIÓN DE GASTO ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS  
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES  
A JULIO DE 2009

División de gasto	Grupo de gasto	Gasto básico	Factores internos	Factores externos
Alimentos y bebidas no alcohólicas (Ponderación 38.75%) -0.91%	Hortalizas, legumbres y tubérculos -15.04%	Tomate -50.50% Cebolla -20.46% Papa -16.54%	Excedente de producción	Baja en el precio internacional de las materias primas (maíz y algodón)
	Aceites y grasas -4.78%	Aceites vegetales -7.52%	Reducción en la demanda	
	Agua, bebidas gaseosas y jugos -3.11%	Bebidas gaseosas -3.49%		
	Pan y cereales -1.67%	Pan -5.09% Pastas frescas y secas -12.01%		Disminución en el precio internacional del trigo

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%), registró a julio de 2009 una variación interanual negativa de -6.10%, baja asociada principalmente, al comportamiento del gas propano, y a la reducción en el servicio de electricidad cuyas tarifas (social y no social) fueron revisadas a la baja, así como el valor agregado de distribución. En lo que respecta a factores externos, las reducciones comentadas están asociadas al comportamiento en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

DIVISIÓN DE GASTO VIVIENDA, AGUA, ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES  
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES  
A JULIO DE 2009

División de gasto	Grupo de gasto	Gasto básico	Factores internos	Factores externos
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (Ponderación 10.00%) -6.10%	Agua, electricidad, gas, combustibles, y otros gastos relacionados con la vivienda -9.88%	Gas propano -31.58%	Revisión de la tarifa de valor agregado de distribución (VAD), y revisión de las tarifas social y no social	Disminución en el precio internacional del petróleo y sus derivados
		Servicio de electricidad -11.76%		Reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados

La división de gasto *Transporte y comunicaciones* (ponderación 10.92%) registró a julio de 2009, una caída interanual de -3.05%. Destaca en dicho comportamiento la reducción en el precio medio de la Gasolina y del Transporte extraurbano, los cuales también responden a factores externos derivados de la baja en el precio internacional del petróleo.

DIVISIÓN DE GASTO TRANSPORTE Y COMUNICACIONES  
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES  
A JULIO DE 2009

División de gasto	Grupo de gasto	Gasto básico	Factores internos	Factores externos
Transporte y comunicaciones (ponderación 10.92%) -3.05%	Gastos de operación y mantenimiento de equipo para transporte personal -12.36%	Gasolina -26.19%		Reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados
		Transporte extraurbano -9.34%		

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

DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	Julio 2008	Julio 2009	RITMO INFLACIONARIO 1/
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>100.00</b>	<b>182.09</b>	<b>181.54</b>	<b>-0.30</b>
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	218.17	216.19	-0.91
2. Vestuario y calzado	7.94	134.86	137.33	1.83
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	162.85	152.91	-6.10
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	157.23	165.98	5.57
5. Salud	5.48	155.64	162.50	4.41
6. Transporte y comunicaciones	10.92	176.25	170.88	-3.05
7. Recreación y cultura	6.83	163.37	170.34	4.27
8. Educación	5.60	162.61	156.16	-3.97
9. Bienes y servicios diversos	6.53	153.50	159.82	4.12

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

En el caso de la división de gasto *Educación* (ponderación 5.60%), registró una variación interanual negativa de -3.97%. Lo anterior se explica, principalmente, por las reducciones observadas en las cuotas de inscripción y en las cuotas mensuales de educación. Cabe señalar que ambas reducciones se asocian a la entrada en vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-2008 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita.

## 2. Inflación subyacente

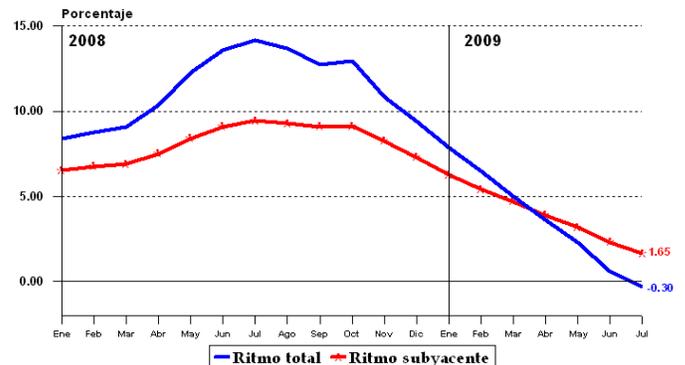
Este indicador tiene como objetivo contar con una aproximación de la inflación que tiene un origen monetario y se calcula mediante la exclusión en el IPC total, de los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, la cual es medida por las variaciones tanto positivas como negativas que estén a más de dos desviaciones estándar de la media.

La inflación subyacente registró una variación interanual de 1.65%<sup>10</sup> a julio de 2009, superior en 1.95 puntos porcentuales al ritmo inflacionario total (-0.30%).

DIVISIÓN DE GASTO EDUCACIÓN  
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES  
A JULIO DE 2009

División de gasto	Grupo de gasto	Gasto básico	Factores internos	Factores externos
Educación (Ponderación 5.60%) -3.97%	Servicios educativos -8.43%	Inscripción secundaria -30.88%	Vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-08 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita	
		Inscripción en preprimaria y primaria -26.43%		
		Cuota mensual secundaria -9.40%		

RITMO INFLACIONARIO TOTAL Y RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE  
AÑOS 2008 - 2009



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y cálculos del Banco de Guatemala.

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

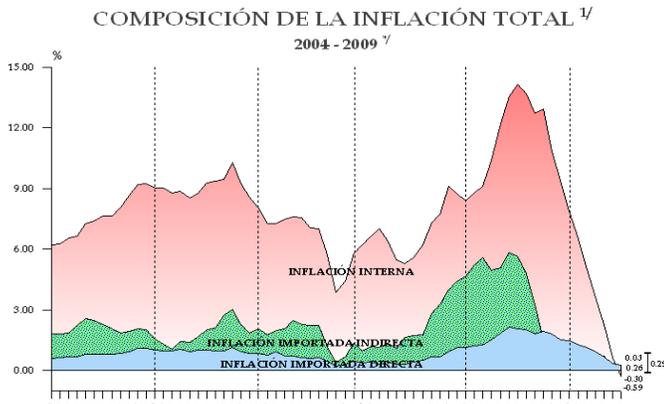
## 3. Inflación importada

Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario total ha estado influenciado por la inflación importada, la cual responde, principalmente, a las variaciones en el precio internacional del petróleo y de

<sup>10</sup> A julio de 2009, se excluyó el índice de precios de cada uno de los 9 bienes y servicios que mostraron mayor volatilidad, los que, en conjunto, representaron 1.95% de la ponderación total del IPC.

sus derivados, así como a los cambios registrados en el precio internacional de algunos granos, especialmente del maíz y del trigo.

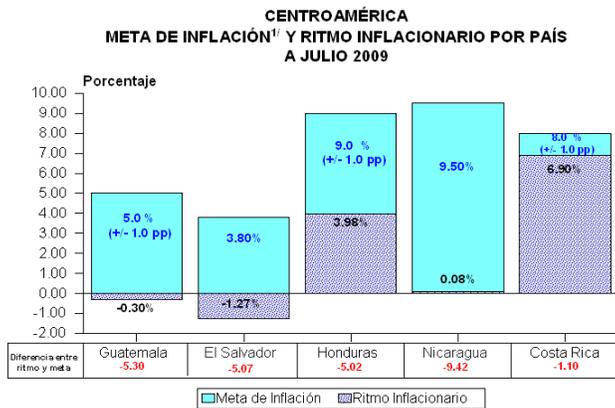
A julio de 2009, la inflación importada registró 0.29 puntos porcentuales, de los cuales 0.26 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 0.03 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta. Dicho resultado contrarrestó parcialmente el componente doméstico de la inflación total (-0.59 puntos porcentuales), como se ilustra en la gráfica siguiente.



<sup>1/</sup> Incluye el impacto generado por el precio internacional del maíz y del trigo.  
<sup>2/</sup> Datos preliminares a julio 2009.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y cálculos del Banco de Guatemala.

#### 4. Inflación en otros países de la región

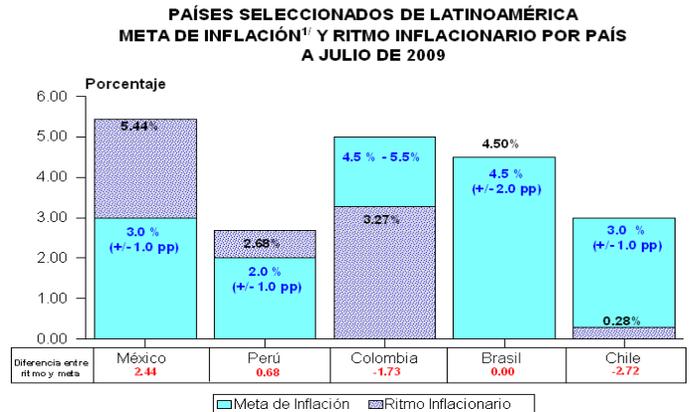
En todos los países de la región centroamericana, el ritmo inflacionario observado a julio fue inferior a las metas de inflación determinadas para 2009, tornándose negativo en Guatemala y El Salvador.



<sup>1/</sup> Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Para el caso de El Salvador y Nicaragua son proyecciones de la Secretaría.  
pp = puntos porcentuales.

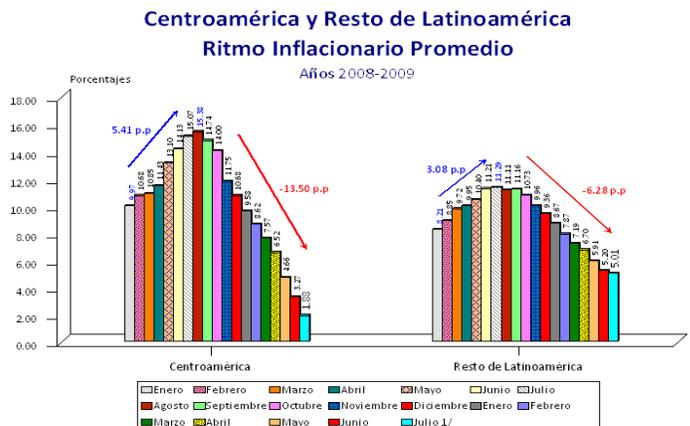
En cuanto a otros países latinoamericanos que han implementado el esquema de metas explícitas de inflación, entre los que se encuentran Chile, Colombia, México, Brasil y Perú.

Destaca el caso particular de México, que registró a julio de 2009 un ritmo inflacionario de 5.44%, superior en 2.44 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año <sup>11</sup>. Por su parte, Perú y Brasil registraron ritmos inflacionarios de 2.68% y 4.50%, respectivamente; en el caso de Perú el ritmo inflacionario se ubicó por encima de la meta de inflación establecida para 2009, mientras que en el caso de Brasil, el ritmo inflacionario fue igual a la meta de inflación para 2009. En lo que respecta a Colombia y Chile, estos registraron ritmos inflacionarios de 3.27% y 0.28%, respectivamente, inferiores a las metas de inflación establecidas para 2009.



<sup>1/</sup> Fuente: Bancos Centrales.  
pp = puntos porcentuales.

Es importante mencionar que a nivel de Centroamérica y de otros países de Latinoamérica, como se muestra en la gráfica siguiente, luego de que los precios internacionales de las materias primas e insumos (principalmente el petróleo) alcanzaran niveles récord en julio de 2008, se ha observado una



<sup>1/</sup> Con información disponible al 13 de agosto de 2009.

<sup>11</sup> En el comportamiento de la inflación en México ha incidido la marcada depreciación del peso mexicano respecto del dólar estadounidense, registrada a partir de octubre de 2008.

importante desaceleración en la inflación.

## 5. Respuesta de política monetaria

### • Para mantener ancladas las expectativas de inflación

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

Las condiciones prevalecientes en cuanto al crecimiento económico mundial, así como el deterioro de las expectativas, influyeron en la reducción de los precios internacionales de las materias primas y alimentos (petróleo, maíz y trigo, especialmente) respecto de los precios récord alcanzados a mediados de 2008, por lo que para el presente año se prevén menores presiones inflacionarias de origen externo con relación a 2008. No obstante, el incremento en el precio internacional del petróleo registrado en marzo, en abril y en julio de 2009 y el aumento en las cotizaciones a futuro para entrega en diciembre de 2009, hacen prever que los riesgos de inflación por esa vía, aunque han disminuido notablemente, aún no se han desvanecido.

Las estimaciones econométricas del ritmo inflacionario total indican que el mismo continuará registrando niveles bajos durante los meses siguientes, aun cuando se observaren variaciones intermensuales positivas, debido al importante aumento de las variaciones intermensuales registradas entre abril y julio de 2008. Sin embargo, a partir de agosto o septiembre se prevé que haya un cambio en la tendencia y se empiece a observar un incremento en la tasa de inflación interanual como consecuencia de que se observaría un efecto contrario al antes descrito, en virtud de las reducciones significativas en la inflación que se observaron entre agosto y diciembre de 2008.

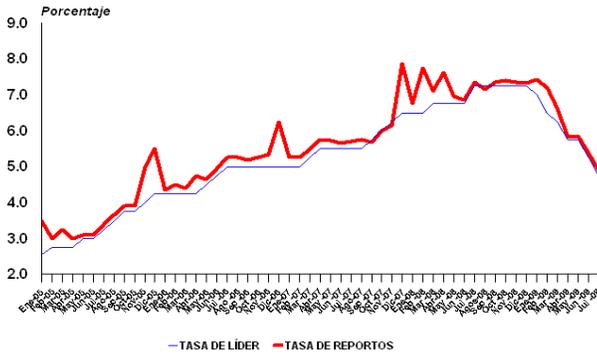
En ese contexto, las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria se han sustentado en un análisis integral del balance de riesgos de inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con fundamento en dicho análisis, las decisiones adoptadas entre enero y julio de 2009, consideraron los aspectos siguientes: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la disminución en los

precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo que incidió en la determinación de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera que ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Con esa base, la Junta Monetaria disminuyó la tasa de interés líder, en enero a 7.00%, en febrero a 6.50%, en marzo a 6.25%, en abril a 5.75%, en junio a 5.25% y en julio a 4.75%, lo que representó una disminución acumulada de 250 puntos básicos. Dichas reducciones, si bien coadyuvarían a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los hogares y a las empresas, debe tenerse presente que los cambios en la referida tasa se transmiten con ciertos rezagos a las tasas de interés bancarias y a julio de 2009 dicha disminución no se había reflejado, ya que la tasa de interés activa promedio ponderado registró prácticamente el mismo nivel observado en diciembre de 2008. Por otra parte, la tasa de interés líder es sólo uno de varios factores que inciden en la determinación de la tasa de interés activa, especialmente en una coyuntura de deterioro de la actividad económica, en la que se incrementa la aversión al riesgo por parte de los intermediarios financieros, lo cual incide en las tasas de interés que establecen a los diferentes sectores dependiendo de su evaluación de riesgo crediticio. Otro factor importante es la liquidez bancaria disponible, la cual al aumentar en forma significativa desde noviembre de 2008, incidió en un excedente de la base monetaria amplia que al finalizar julio se situó en Q5,279.2 millones, dicho factor también debería influir en la reducción gradual de la tasa de interés.

En la medida en que los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo fueron disminuyendo, sus efectos en la inflación también lo hicieron, lo cual aunado a las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria durante 2007 y 2008, contribuyeron a que las expectativas de inflación se volvieran a anclar a la meta de inflación del Banco Central, lo que se refleja en las reducciones graduales, pero importantes, en los pronósticos de inflación provenientes de encuestas al panel de analistas privados. Otro elemento que influye en mantener ancladas las expectativas de inflación, es la comunicación que el Banco Central ha tenido con los agentes económicos mediante la publicación de informes periódicos actualizados y la divulgación oportuna de datos macroeconómicos.

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

**TASA DE INTERÉS LÍDER  
Y TASA DE INTERÉS DE REPORTOS DE 8 A 15 DÍAS**  
ENERO 2005 - JULIO 2009 <sup>3/</sup>

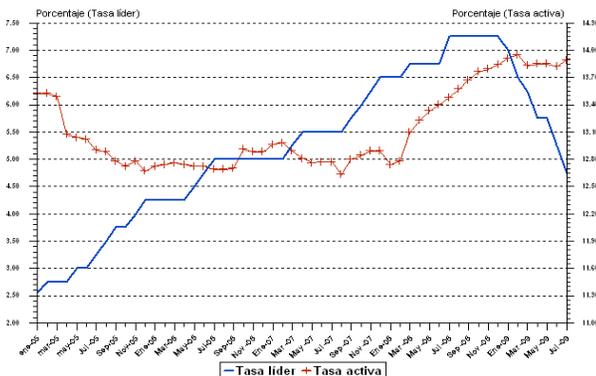


<sup>3/</sup> Cifras al 30 de julio

En cambio, es usual que los cambios en las tasa de interés de política monetaria se transmitan con rezago a las tasas de interés de largo plazo. En el caso de Guatemala, en la transmisión no sólo se observa dicho rezago, sino que, como se ilustra en la gráfica siguiente, las tasas de interés de largo plazo (en particular la tasa de interés activa en el sistema bancario), no responden significativamente a cambios en la tasa de interés líder; en efecto, en el alza que ocurrió en la tasa de interés activa durante 2008 (95 puntos básicos) se considera que influyeron factores que se asocian más a un incremento en la percepción de riesgo por parte de las instituciones bancarias, que las alzas que ocurrieron en la tasa de interés líder. El aumento de la tasa de interés activa observado en 2008, también habría estado asociado a las condiciones de estrechez de liquidez que prevalecieron, principalmente en el primer semestre del referido año.

En los primeros siete meses de 2009, como se indicó, a pesar de que la tasa de interés líder de la política monetaria se redujo 250 puntos básicos, la tasa de interés activa, mantuvo prácticamente el mismo nivel registrado a finales de 2008.

**TASA DE INTERÉS LÍDER  
TASA DE INTERÉS ACTIVA**  
ENERO 2005 - JULIO 2009



El Banco Central sigue avanzando en la adopción de acciones orientadas a mejorar la transmisión de la política monetaria, a las cuales se hace referencia en apartados posteriores.

• **Para dotar de liquidez al mercado**

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

**Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda nacional:**

1. Ventanilla permanente de liquidez establecida desde 2005.
2. Redención anticipada de depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala, vigente hasta el 31 de diciembre de 2008.
3. Operaciones de compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, vigente hasta el 31 de diciembre de 2008.
4. Flexibilización moderada y temporal del Cómputo del Encaje Bancario, que permitió la inclusión en el cómputo del encaje bancario de Certificados de Depósito expedidos por el Banco Central, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Cédulas Hipotecarias FHA. Esta medida estuvo vigente hasta el 30 de abril de 2009.

**Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda extranjera:**

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

Vale puntualizar que en la medida en que las causales que motivaron la adopción de las referidas medidas se han venido reduciendo, las mismas no han sido prorrogadas.

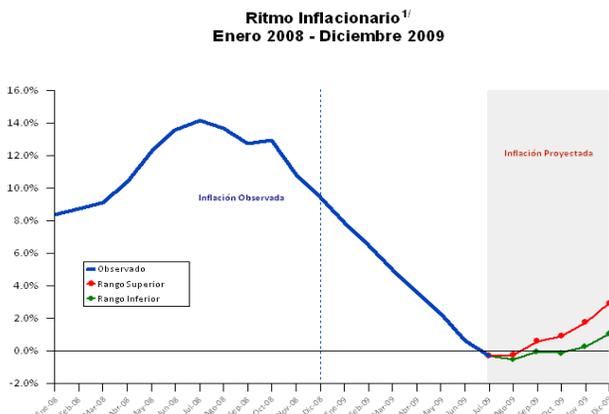
## B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a julio de 2009 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 3.19%, valor que se ubica por debajo de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, para finales de 2010 se proyecta un ritmo inflacionario de 5.30%, valor que se sitúa dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

- **Análisis de sensibilidad del pronóstico de inflación para 2009**

Dado que el ritmo inflacionario se ha venido reduciendo considerablemente, se realizó un análisis de sensibilidad de las proyecciones de inflación para lo que resta del año, tomando en cuenta la posibilidad de que el ritmo inflacionario pueda desacelerarse aun más, debido a la reducción de la demanda interna como resultado de la ralentización de la actividad económica y de la reducción de las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos.

Tomando en cuenta los factores mencionados, se construyó un escenario de reducción de un 50% en las variaciones intermensuales del índice de precios al consumidor obtenidas para el pronóstico de inflación base para el período agosto-diciembre de 2009, previéndose que para diciembre de 2009 el ritmo inflacionario podría ubicarse entre un rango de 1.06% y 2.93%.



1/Observado a julio 2009 y proyectado a diciembre 2009.

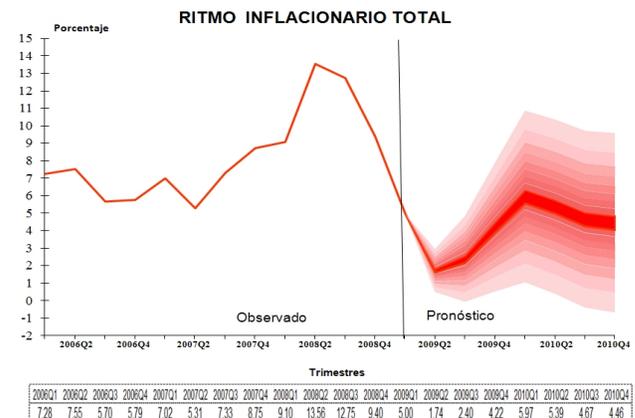
## C. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

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 segundo corrimiento de 2009 y se presenta el balance de riesgos de dichos pronósticos.

### 1. Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un diagrama de abanico, ya que éste representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, sujeta a la información observada.

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2009-2010, generado por el segundo corrimiento de MMS en 2009. 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 2009 es de 4.22%; mientras que para el cuarto trimestre de 2010 es de 4.46%.



En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2009 y para 2010 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica, como se ilustra en el diagrama de abanico.

### 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 fuera de la meta correspondiente o dentro del margen de tolerancia de la misma.

Como se observa en el cuadro siguiente, de acuerdo con el pronóstico generado en el segundo corrimiento del MMS en 2009, existe un 29.62% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de inflación para diciembre de 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual), un 15.37% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima del límite superior de la meta y un 55.01% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo del límite inferior de la referida meta.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2009			
<b>Meta</b>	5.5%		
<b>Margen de Tolerancia</b>	± 1%		
<b>Pronóstico de</b>			
	<b>Primer Corrimiento</b>	<b>Segundo Corrimiento</b>	
	<b>2009</b>	<b>2009</b>	<b>Diferencia</b>
	<b>(A)</b>	<b>(B)</b>	<b>(C) = (B) - (A)</b>
<b>Pronóstico Modal</b>	6.81%	4.22%	-2.59%
<b>P(p &gt; Pronóstico Modal)</b>	40.00%	50.00%	10.00%
<b>Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:</b>			
<b>Pronóstico de</b>			
	<b>Primer Corrimiento</b>	<b>Segundo Corrimiento</b>	
	<b>2009</b>	<b>2009</b>	<b>Diferencia</b>
	<b>(A)</b>	<b>(B)</b>	<b>(C) = (B) - (A)</b>
<b>P(p ∈ [4.5%, 6.5%])</b>	29.62%	29.62%	0.00%
<b>P(p &gt; 6.5%)</b>	45.22%	15.37%	-29.85%
<b>P(p &lt; 4.5%)</b>	25.16%	55.01%	29.85%

Por su parte, el cuadro siguiente ilustra el pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2010, generado en el segundo corrimiento del MMS en 2009. Según el pronóstico citado, existe un 24.82% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de inflación para diciembre de 2010 (5.0% +/- 1 punto porcentual), un 31.11% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima del límite superior de la meta y un 44.07% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo del límite inferior de la referida meta de inflación.

Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2010			
<b>Meta</b>	5.0%		
<b>Margen de Tolerancia</b>	± 1%		
<b>Pronóstico de</b>			
	<b>Primer Corrimiento</b>	<b>Segundo Corrimiento</b>	
	<b>2009</b>	<b>2009</b>	<b>Diferencia</b>
	<b>(A)</b>	<b>(B)</b>	<b>(C) = (B) - (A)</b>
<b>Pronóstico Modal</b>	4.08%	4.46%	0.38%
<b>P(p &gt; Pronóstico Modal)</b>	40.00%	50.00%	10.00%
<b>Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:</b>			
<b>Pronóstico de</b>			
	<b>Primer Corrimiento</b>	<b>Segundo Corrimiento</b>	
	<b>2009</b>	<b>2009</b>	<b>Diferencia</b>
	<b>(A)</b>	<b>(B)</b>	<b>(C) = (B) - (A)</b>
<b>P(p ∈ [4%, 6%])</b>	22.53%	24.82%	2.29%
<b>P(p &gt; 6%)</b>	18.42%	31.11%	12.69%
<b>P(p &lt; 4%)</b>	59.05%	44.07%	-14.98%

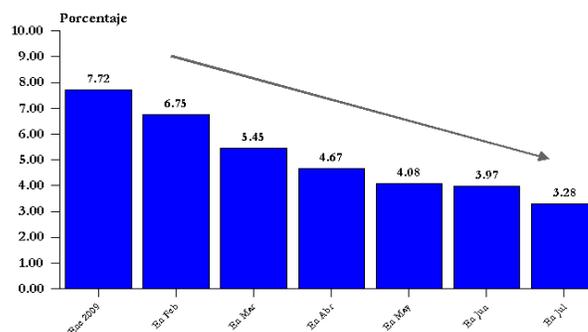
## D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

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

Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, lo que eventualmente puede ocurrir, incluso, de manera independiente a los fundamentos de la economía.

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en julio de 2009, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se situará en 3.28%, porcentaje inferior en 4.44 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 (7.72%) y por debajo de la meta de inflación determinada para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual).

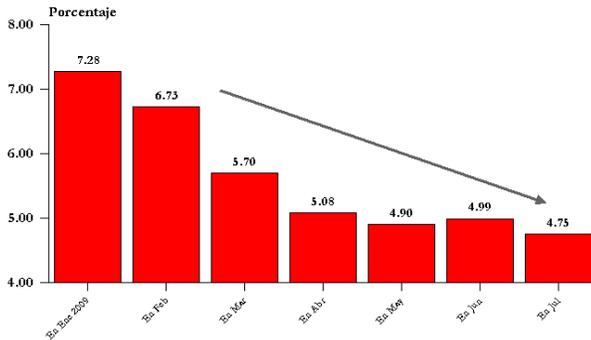
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009



FUENTE: Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados.

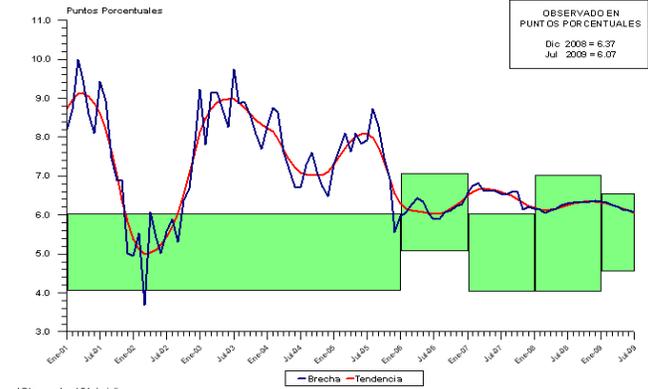
Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2010, la encuesta efectuada en julio de 2009 registró un ritmo inflacionario de 4.75%, porcentaje inferior en 2.53 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 y que se ubica dentro de la meta de inflación para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010**



FUENTE: Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados.

**EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN \***



\* Observado al 31 de julio  
\* Brecha promedio entre tasas de interés de largo plazo y tasas de interés de corto plazo

**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 plazo<sup>12</sup> y las tasas de interés de corto plazo<sup>13</sup>. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, en los países en desarrollo son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país<sup>14</sup>, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a julio de 2009, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.07 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1 punto porcentual.

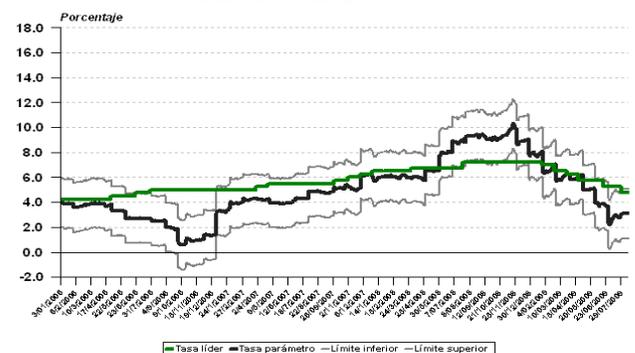
La tendencia a la baja observada en el referido indicador a partir de marzo de 2007, que denotaba una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, empezó a revertirse entre abril y diciembre de 2008; sin embargo, a partir de enero del presente año vuelve a mostrar un comportamiento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

**E. TASA DE INTERÉS PARÁMETRO**

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

Al 30 de julio de 2009, la tasa de interés parámetro se situó en 3.08% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) se situaron en 5.05% y 1.10%, respectivamente. Por su parte, a esa fecha la tasa de interés líder de la política monetaria fue de 4.75%, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

**TASAS DE INTERÉS LÍDER Y PARÁMETRO**



NOTA: Cálculos efectuados con inflación subyacente y con media desviación estándar.  
\*\*Cifras al 30/07/2009

<sup>12</sup> Tasa de interés activa total y tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

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

<sup>14</sup> 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.

## F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

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

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación<sup>15</sup>, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de un mes y otro, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con datos al 31 de diciembre de 2008 y al 30 de julio de 2009.

Con relación a la interpretación de política monetaria que brinda el índice sintético, se observa que al 31 de diciembre de 2008, el mayor porcentaje de las variables indicativas sugería una orientación de política monetaria restrictiva (72.80%), en tanto que para el 30 de julio de 2009, el mayor porcentaje de dichas variables indicaba una orientación de política monetaria relajada (52.87%). Cabe indicar que dentro de las variables que incidieron en el cambio de orientación de política monetaria que sugiere el índice sintético se encuentran las proyecciones del ritmo inflacionario total y subyacente, los pronósticos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural y las expectativas de inflación del panel de analistas privados.

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

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
ORIENTACIÓN	AI	AI
	31/12/2008	30/07/2009
	(%)	(%)
Relajada	17.86	29.63
Moderadamente relajada	0.00	23.24
Invariable	9.34	0.00
Moderadamente restrictiva	32.69	31.28
Restrictiva	40.11	15.85
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

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

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

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

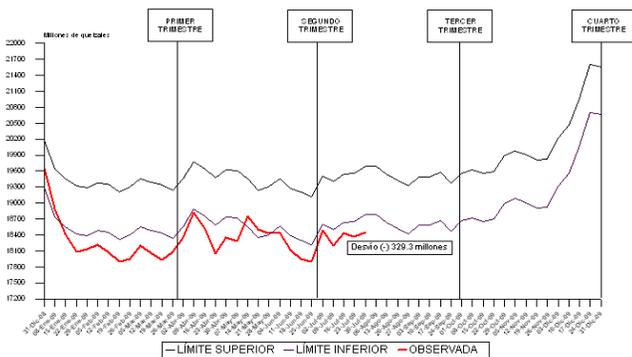
A continuación se presenta el comportamiento de las variables de seguimiento al 30 de julio de 2009.

### 1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario revisado, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 7.0% a finales de 2009, respecto del nivel programado para el 31 de diciembre de 2008, compatible con la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual) y con la tasa de crecimiento estimada de la actividad económica de entre 0.4% y 1.2%.

Durante el período enero-julio de 2009, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado para dicha variable, con excepción de la primera semana de enero y de las últimas tres semanas de mayo, cuando se ubicó dentro de dicho corredor. Al 30 de julio de 2009, la emisión monetaria registró un desvío de Q329.3 millones por debajo del límite inferior del corredor programado.

### EMISIÓN MONETARIA PROGRAMADA Y OBSERVADA AÑO 2009 <sup>a/</sup>



a/ Emisión Monetaria Observada al 30/07/09 = Q18,464.0 millones  
Límite superior al 30/07/09 = Q19,883.3 millones  
Límite inferior al 30/07/09 = Q18,792.3 millones  
Desviación = (-) 329.3 millones

El comportamiento de la emisión monetaria por debajo de sus valores programados en el período mayo-julio continuó respondiéndole, fundamentalmente, a factores de demanda. En efecto, dada la desaceleración de la actividad económica, los agentes económicos han tendido a demandar menos efectivo por motivo transacción, lo que se combinaría con la mayor confianza en el sistema bancario, aspecto que se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>16</sup> disminuyó de 0.1915 el 31 de diciembre de 2008 a 0.1701 al 30 de julio de 2009. Las captaciones bancarias en moneda nacional, por su parte, aumentaron 14.3% al 30 de julio en términos interanuales. En lo que concierne a los factores de oferta, en el período del 31 de diciembre de 2008 al 30 de julio de 2009, dentro de los principales factores monetizantes se encuentra el nivel de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala (neto de operaciones de deuda pública externa), el cual se redujo Q2,439.8 millones. En lo atinente a los principales factores desmonetizantes, en referido período destacan tanto el aumento registrado en las operaciones de estabilización monetaria por Q1,710.8 millones como el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario total por Q1,664.7 millones.

## 2. Base monetaria amplia

Conceptualmente 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 concepto de dinero de alto poder, en virtud de que expande la creación secundaria de dinero (mediante el multiplicador monetario) y, a su vez, la oferta monetaria. Se denomina de alto poder porque esos recursos potencialmente pueden convertirse en crédito bancario al sector privado y, por ende, aumentar el

nivel de los medios de pago, que constituyen el concepto de oferta monetaria en sentido amplio.

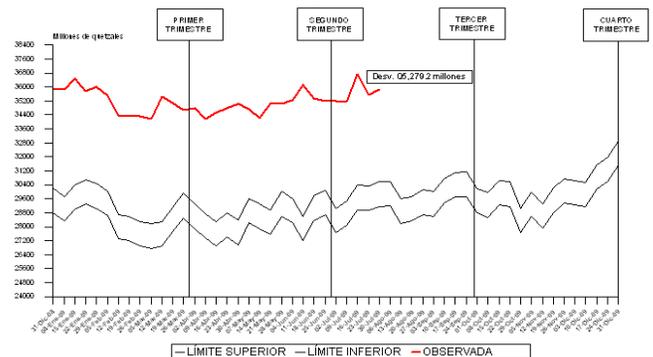
La base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento de hasta 91 días).

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

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

Al 30 de julio de 2009, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor programado, registrando un desvío promedio de Q5,764.7 millones, asociado, principalmente, a excedentes de liquidez en moneda nacional, que tuvieron su origen en dos variables, la primera se refiere al retiro de depósitos en el Banco de Guatemala por parte del Gobierno Central de alrededor de Q3,160.0 millones entre noviembre de 2008 y julio de 2009. La segunda variable se refiere al monto acumulado de inversiones de los bancos del sistema en DP en el Banco de Guatemala que vencerán en los próximos 91 días, a partir del 30 de julio, el cual asciende a Q7,254.6 millones. De este monto, aproximadamente 69.0% correspondió al plazo de 7 días (alrededor de Q5,000.0 millones), situación que refleja la tenencia de recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.

### BASE MONETARIA AMPLIA PROGRAMADA Y OBSERVADA AÑO 2009 <sup>a/</sup>



a/ Base Monetaria Estimada al 30/07/09 = Q35,857.5 millones  
Límite superior al 30/07/09 = Q30,579.3 millones  
Límite inferior al 30/07/09 = Q29,178.3 millones  
Desviación = 05,279.2 millones

<sup>16</sup> Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias.

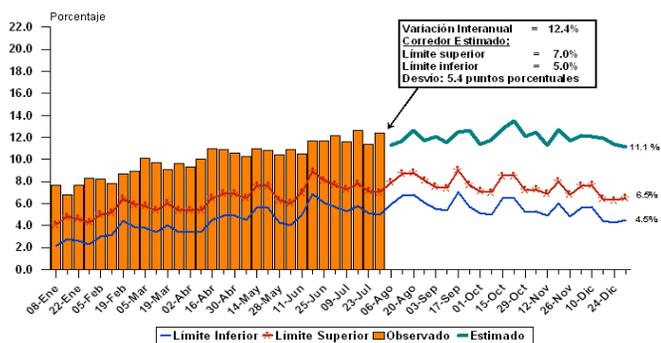
### 3. Medios de pago

Se estima que para finales de 2009 los medios de pago (M2) crecerán entre 4.5% y 6.5% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 30 de julio de 2009, la variación interanual de los medios de pago fue de 12.4%, la cual se ubicó por arriba del margen de tolerancia estimado para esa fecha (5.0% - 7.0%).

Además de considerar el corredor estimado, para esta variable se efectúa una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2009, cuyo cálculo incorpora, tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 2001-2008, como la información que se observa periódicamente.

Al 30 de julio de 2009, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 11.1%, la cual se ubicó por arriba del rango estimado para diciembre de 2009 (4.5% - 6.5%).

**MEDIOS DE PAGO TOTALES (M/N + M/E)  
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA  
VARIACIÓN INTERANUAL 2008 - 2009 <sup>al</sup>**



al/ Al 30 de Julio

Durante los primeros 7 meses del año, los medios de pago se ubicaron por arriba del corredor estimado, situación que obedece al incremento registrado en las captaciones bancarias, especialmente, depósitos de ahorro y depósitos a plazo, debido en gran medida al menor dinamismo observado en la demanda de numerario en circulación.

### 4. Crédito bancario al sector privado

#### a) Tasa de crecimiento interanual

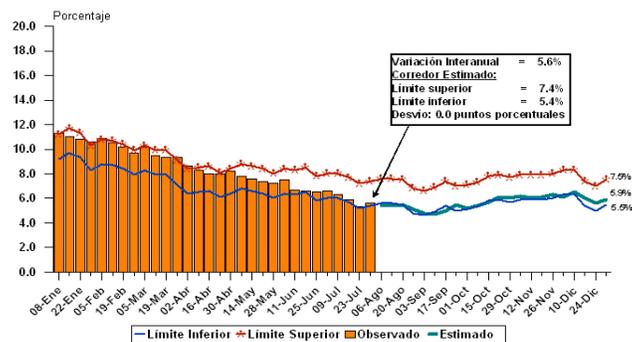
El corredor estimado del crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para 2009 fue revisado a un rango de entre 5.5% y 7.5%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con la nueva estimación de crecimiento económico.

Al 30 de julio de 2009, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 5.6%, ubicándose dentro del corredor estimado para esa fecha (5.4% - 7.4%).

Al igual que en el caso de los medios de pago, para esta variable se utiliza una estimación econométrica para diciembre de 2009, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional de esta variable en el período 2001-2008, como la información que se observa periódicamente.

Al 30 de julio de 2009, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 5.9%, la cual se ubica dentro del rango estimado para diciembre de 2009 (5.5% - 7.5%).

**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N + M/E)  
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA  
VARIACIÓN INTERANUAL 2008 - 2009 <sup>al</sup>**



al/ Al 30 de Julio

En el transcurso de los primeros 7 meses del año, la variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo dentro del corredor estimado, cerca del límite superior del mismo durante el primer cuatrimestre, con una trayectoria a la baja, en la que se considera que incidieron tanto factores de oferta como de demanda.

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

Por el lado de la demanda, cabe citar que en un ambiente de desaceleración económica como el actual, los planes de inversión y de consumo suelen

postergarse, situación que reduce el número de solicitudes de crédito bancario adicional y, por ende, disminuye la demanda del mismo. Otro factor que incide en el comportamiento de la demanda de crédito es su costo que se refleja en el hecho de que la tasa de interés activa promedio ponderado de los bancos del sistema al 30 de julio de 2009 se mantuvo prácticamente en el mismo nivel que a finales de 2008, a pesar de que el Banco Central en los primeros siete meses del año redujo en 250 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria y que los niveles de liquidez aumentaron significativamente desde noviembre de 2008. Un factor adicional que ha afectado la demanda de crédito ha sido la fuerte disminución que registra el comercio exterior (en particular, las importaciones), lo que reduce la contratación de créditos nuevos por parte del sector privado.

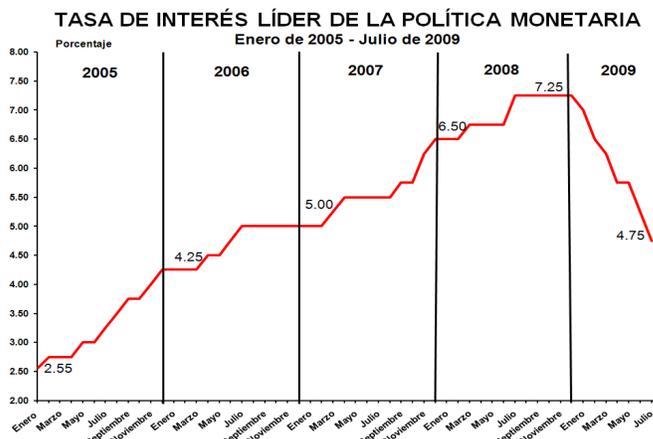
## H. TASAS DE INTERÉS

### 1. Tasa de interés líder de la política monetaria

Durante el período comprendido de enero a julio de 2009, la Junta Monetaria, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), la orientación de las variables indicativas y de realizar un análisis integral de la coyuntura externa e interna, decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, el 28 de enero de 7.25% a 7.00%, el 25 de febrero de 7.00% a 6.50%, el 25 de marzo de 6.50% a 6.25%, el 22 de abril de 6.25% a 5.75%, el 17 de junio de 5.75% a 5.25% y el 29 de julio de 5.25% a 4.75%.

Los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria en relación a la tasa de interés líder, en los primeros siete meses del año fueron: la desaceleración en la inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la desaceleración de la actividad económica interna; así como el hecho de que aunque empiezan a evidenciarse algunas señales alentadoras en indicadores de corto plazo a nivel internacional, la incertidumbre acerca de la duración y profundidad de la crisis internacional persiste.

Con la última reducción aprobada, la tasa de interés líder se ubicó en el mismo nivel de junio de 2006.



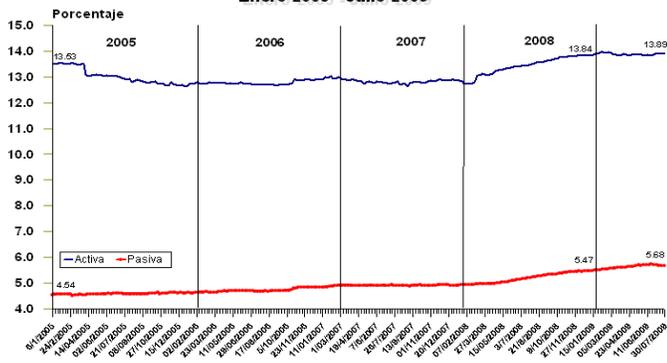
## 2. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario

### a) En moneda nacional

Durante el período enero-julio de 2009, las tasas de interés, promedio ponderado, registraron un comportamiento estable y con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 30 de julio se situó en 13.89%, superior en 0.05 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2008 (13.84%)<sup>17</sup>. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó en 5.68%, superior en 0.21 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre 2008 (5.47%)<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 12.42%, mientras que al 30 de julio de 2009 se situó en 12.35%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa se ubicó en 14.04%, en tanto que al 30 de julio de 2009 se situó en 14.41%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 24.72%, mientras que al 30 de julio se situó en 27.32%.

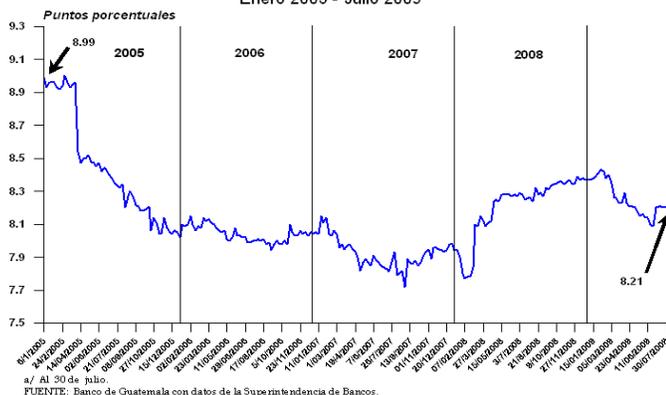
<sup>18</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 5.15%, mientras que al 30 de julio de 2009 fue de 5.34%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 5.90%, en tanto que, al 30 de julio de 2009 se ubicó en 6.17%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se situó en 6.84%, mientras que al 30 de julio se ubicó en 7.06%.

**SISTEMA BANCARIO****TASAS DE INTERÉS ACTIVA Y PASIVA PROMEDIO PONDERADO EN M/N**  
Enero 2005 - Julio 2009 <sup>a/</sup>

a/ Al 30 de julio

FUENTE: Banco de Guatemala con base en información de la Superintendencia de Bancos.

Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda nacional se situó en 8.21 puntos porcentuales, inferior en 0.16 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2008 (8.37 puntos porcentuales).

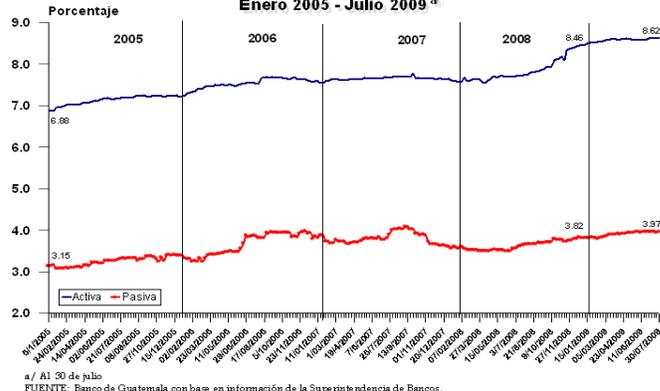
**SISTEMA BANCARIO**  
**MARGEN DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN M/N**  
Enero 2005 - Julio 2009 <sup>a/</sup>

a/ Al 30 de julio

FUENTE: Banco de Guatemala con datos de la Superintendencia de Bancos.

**b) En moneda extranjera**

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-julio de 2009 exhibieron una tendencia al alza, pero más moderada que la registrada en el último cuatrimestre de 2008, cuando se intensificó la crisis financiera internacional. En efecto, al 30 de julio, la tasa de interés activa se situó en 8.62%, superior en 0.16 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2008 (8.46%)<sup>19</sup>. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró un aumento, al pasar de 3.82% en diciembre de 2008 a 3.97% al 30 de julio de 2009<sup>20</sup>.

**SISTEMA BANCARIO****TASAS DE INTERÉS ACTIVA Y PASIVA PROMEDIO PONDERADO EN M/E**  
Enero 2005 - Julio 2009 <sup>a/</sup>

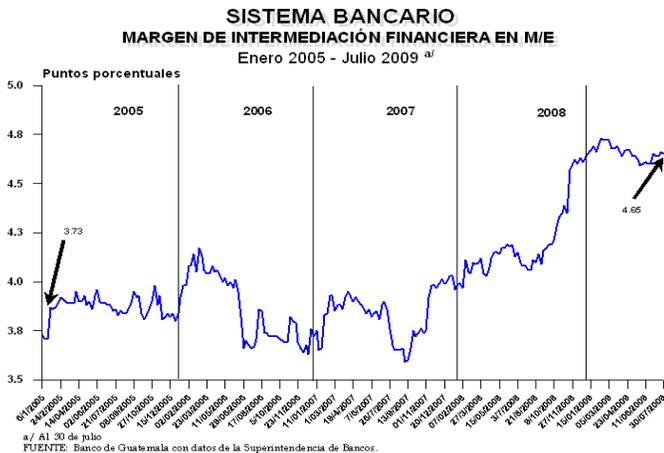
a/ Al 30 de julio

FUENTE: Banco de Guatemala con base en información de la Superintendencia de Bancos.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera aumentó 0.01 puntos porcentuales, al pasar de 4.64 puntos porcentuales en diciembre de 2008 a 4.65 puntos porcentuales el 30 de julio de 2009.

<sup>19</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa del grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 7.91%, mientras que al 30 de julio de 2009 fue de 7.89%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2008 se ubicó en 9.69%, en tanto que al 30 de julio de 2009 se situó en 10.20%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 9.88%, mientras que al 30 de julio se situó en 13.17%.

<sup>20</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 3.59%, mientras que al 30 de julio de 2009 fue de 3.64%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 3.94%, en tanto que al 30 de julio de 2009 se ubicó en 4.17%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.24%, mientras que al 30 de julio se situó en 5.61%.



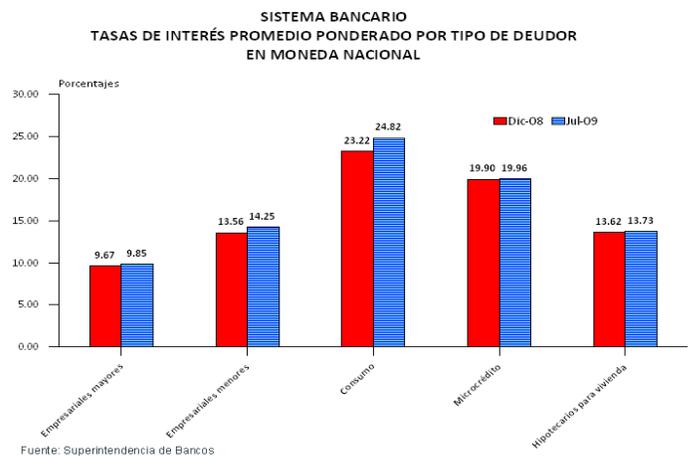
### 3. Tasas de interés promedio ponderado del sistema bancario por tipo de deudor

#### a) En moneda nacional

Según información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, de diciembre de 2008 a julio de 2009, las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario aplicadas a la cartera de créditos por tipo de deudor registraron un comportamiento con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.67% a 9.85%; la de empresariales menores aumentó de 13.56% a 14.25%; la del crédito al consumo de 23.22% a 24.82%; la del microcrédito de 19.90% a 19.96%; mientras que la tasa de interés aplicada a los créditos hipotecarios para vivienda se ubicó en 13.73% (13.62% en diciembre de 2008)<sup>21</sup>.

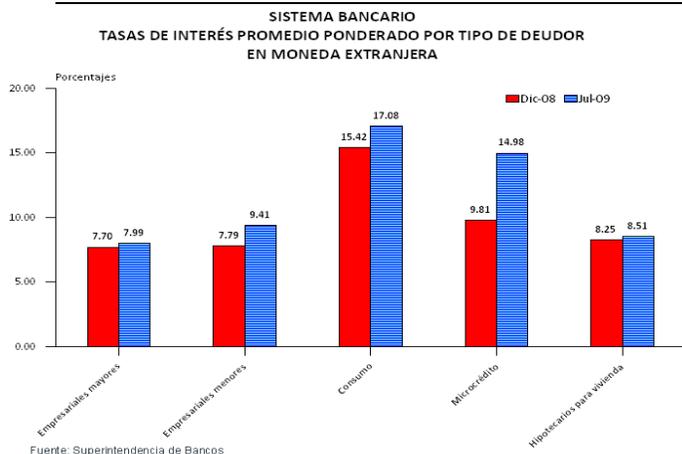
#### b) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de diciembre 2008 a julio de 2009, exhibieron también una leve tendencia al alza. En efecto, a julio de 2009, la tasa de interés del crédito empresarial mayor se ubicó en 7.99% (7.70% a diciembre); la de empresariales menores se situó en 9.41% (7.79% a diciembre); la del crédito al consumo fue de 17.08% (15.42% a diciembre); la tasa destinada al microcrédito alcanzó 14.98% (9.81% en diciembre); mientras que la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda se situó en 8.51% (8.25% en diciembre)<sup>22</sup>.



<sup>21</sup> Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y grupo de bancos, se observa que a julio de 2009, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 9.45%, la de los bancos medianos fue de 10.06%; y, la de los bancos pequeños fue de 16.13%. Por su parte, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 13.90%, por los bancos medianos fue de 14.10%; y, la de los bancos pequeños fue de 18.38%. En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes fue de 16.49%, la tasa de los bancos medianos fue de 28.21% y la de los bancos pequeños se ubicó en 53.46%. La tasa aplicada al crédito destinado al microcrédito fue de 17.42% por los bancos grandes, 24.07% por los bancos medianos; y, 32.15% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 14.43%, por los bancos medianos 12.36%, mientras que por los bancos pequeños de 13.34%.

<sup>22</sup> Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y grupo de bancos, se observa que a julio de 2009, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 7.68%, la de los bancos medianos fue de 8.96%; y, la de los bancos pequeños fue de 10.36%. La tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 8.96%, por los bancos medianos de 9.71%; y la de los bancos pequeños de 11.95%. Por su parte, la tasa aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes fue de 10.23%, por los bancos medianos fue de 20.42% y la de los bancos pequeños fue de 28.25%. Por otro lado, la tasa aplicada al crédito destinado al microcrédito fue de 10.79% por los bancos grandes, 24.22% por los bancos medianos; y, 11.52% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 8.55%, por los bancos medianos 8.44%, mientras que por los bancos pequeños 9.94%.



### b) Tasa de interés pasiva de paridad

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

Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a plazo a seis meses, en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación en Guatemala y la inflación en sus principales socios comerciales. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional<sup>23</sup> y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Desde septiembre de 2008 y hasta la primera quincena de enero de 2009, se observó que la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue inferior a la tasa de interés pasiva de paridad. Sin embargo, a partir del 22 de enero del presente año, el comportamiento de dichas tasas se revirtió. En efecto, al 30 de julio de 2009 la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (8.00%) fue mayor en 5.08 puntos porcentuales a la tasa pasiva de paridad, la cual se situó en 2.92%.

Al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad<sup>24</sup>, se puede observar que la referida variable se situó por arriba del límite superior del citado margen.



## I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

### 1. En moneda nacional

#### a) Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 31 de julio de 2009, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró una reducción de Q2,309.7 millones, al pasar de Q7,508.4 millones a Q5,198.7 millones. Dicha disminución, como se analiza más adelante, fue contrarrestada por un incremento en las OEM con vencimientos superiores a 7 días por Q3,701.9 millones. El citado comportamiento de las OEM estuvo determinado, fundamentalmente, por las inversiones del sistema bancario. El aumento en las operaciones mayores a 7 días es congruente con la estrategia de colocación por fechas de vencimiento para estandarizar los vencimientos y crear puntos de liquidez a plazos más largos de manera coherente con el desarrollo del mercado secundario.

Con relación al citado cambio en la composición de las OEM, vale mencionar que derivado de la intensificación de la crisis financiera internacional, en el último trimestre de 2008, los bancos del sistema empezaron a concentrar sus recursos disponibles en inversiones en DP del Banco de Guatemala a 7 días plazo, principalmente debido a expectativas de una reducción importante en los flujos provenientes del exterior derivados de las líneas de crédito y de la disminución en la tasa de interés líder de la política

<sup>23</sup> Tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.

<sup>24</sup> Corresponde a +/- media desviación estándar.

monetaria. En la medida en que dicha preocupación ha sido menor en 2009, los bancos del sistema empezaron a redistribuir su liquidez, reduciendo sus inversiones a 7 días y aumentando las de plazos más largos.

**b) Por fecha de vencimiento**

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

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 5 de enero al 23 de febrero de 2009, se establecieron las siguientes: 9 de marzo, 8 de junio, 7 de septiembre y 7 de diciembre, todas de 2009. Para las licitaciones realizadas del 2 de marzo al 25 de mayo, la fecha de vencimiento 9 de marzo de 2009 fue sustituida por la del 8 de marzo de 2010. Para las licitaciones realizadas a partir del 1 de junio, la fecha de vencimiento 8 de junio de 2009 fue sustituida por la del 7 de junio de 2010.

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

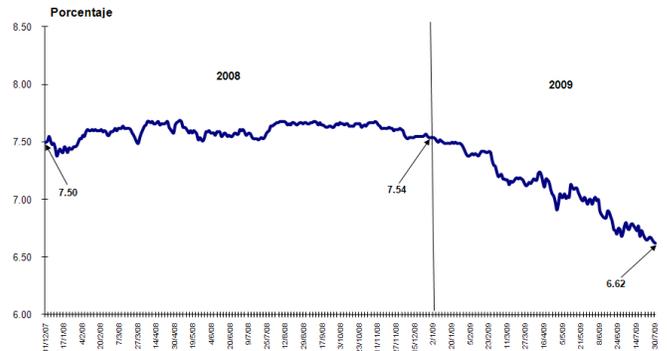
Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, por fechas de vencimiento y por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados. Los precios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

Las licitaciones realizadas por medio de las bolsas de valores y en forma directa con entidades públicas constituyen un mecanismo competitivo de colocación, por lo que los precios de adjudicación son determinados de acuerdo con las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas recibidas. En ese sentido, es importante mencionar que en los precios demandados en cada postura, los participantes toman en cuenta sus expectativas en cuanto a la evolución de

las diferentes variables, así como los plazos remanentes respecto de cada fecha de vencimiento.

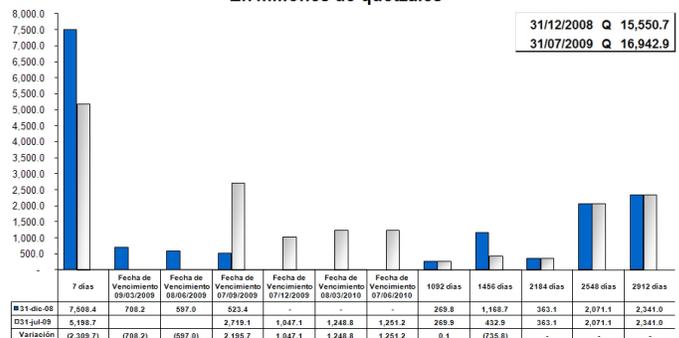
El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2008 al 31 de julio de 2009 mostró un comportamiento descendente, al pasar de 7.54% a 6.62%, como resultado, principalmente, de la disminución de la tasa de interés líder de la política monetaria.

**COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA DICIEMBRE 2007 - JULIO 2009**



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

**SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA AL 31/12/2008 Y AL 31/07/2009 En millones de quetzales**



Al analizar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores.

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



mínimo de Q3,270.8 millones (22.8% del total) el 13 de mayo de 2009.

Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron un saldo máximo de Q6,266.1 millones (37.0% del total) el 31 julio de 2009 y un mínimo de Q1,828.6 millones (11.8% del total) el 31 de diciembre de 2008.

En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron un saldo máximo de Q6,213.7 millones (40.0% del total) el 31 de diciembre de 2008 y un saldo mínimo de Q5,478.1 millones (32.3% del total) el 31 de julio de 2009.

El saldo de las OEM registrado al 31 de julio de 2009 ascendió a Q16,942.9 millones registrando un aumento de Q1,392.2 millones respecto del saldo al 31 de diciembre de 2008. Del saldo registrado al 31 de julio, Q5,198.7 millones (30.7%) correspondió al plazo de 7 días, Q6,266.1 millones (37.0%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q5,478.1 millones (32.3%) a otros plazos.

**OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA**  
SALDOS DIARIOS POR PLAZO  
DICIEMBRE 2008 - JULIO 2009



**OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA**  
EVOLUCIÓN DE ESTRUCTURA PORCENTUAL  
SALDOS DIARIOS POR PLAZO  
DICIEMBRE 2008 - JULIO 2009



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

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

Como consecuencia de la reducción más reciente a la tasa de interés líder de la política monetaria decidida por la Junta Monetaria, vigente a partir del 30 de julio de 2009, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 6.25%. La última operación de inyección se realizó el 17 de julio, por lo que al 31 de julio no existían operaciones vigentes.

**V. ANÁLISIS DEL PROGRAMA MONETARIO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2009**

El programa monetario revisado en abril de 2009 contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central para cada uno de los trimestres del año. A continuación se presenta el referido programa con información observada al primer semestre de 2009.

PROGRAMA MONETARIO  
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2008 AL 30 DE JUNIO DE 2009  
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACION
<b>I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS US\$</b>	2,140	3,828	1,688
US\$	268	479	211
<b>II. ACTIVOS INTERNOS NETOS</b>	-3,028	-4,992	-1,963
1. Posición con el Sector Público	-4,119	-979	3,140
1.1. Gobierno Central	-3,799	-1,294	2,505
1.2. Resto sector público	-320	315	635
2. Posición con bancos y financieras	-1,575	-1,151	424
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	-1	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-1,575	-1,150	425
3. Otros activos netos	-1,050	-1,096	-46
3.1. Gastos y productos	86	17	-69
3.2. Activos netos no clasificados	-1,136	-1,113	23
4. OEM con el Sector Privado	3,715	-1,766	-5,481
<b>III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	-888	-1,164	-276
<b>OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público)</b>	<b>3,646</b>	<b>-1,326</b>	<b>-4,972</b>



## A. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS

En el programa monetario se previó que al 30 de junio de 2009 el nivel de RMIN aumentaría en Q2,140.0 millones (US\$268.0 millones). Al finalizar el primer semestre dichas reservas exhibieron un aumento de Q3,828.0 millones (US\$479.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, lo que significa un desvío de Q1,688.0 millones (US\$211.0 millones) respecto a lo programado. Dicho resultado se asocia, principalmente, al vencimiento de operaciones de inyección de liquidez a los bancos del sistema en moneda extranjera, al incremento en el encaje bancario y a mayores rendimientos de las Reservas Monetarias Internacionales (RMI), respecto de lo programado.

## B. ACTIVOS INTERNOS NETOS (AIN)

### 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 Q1,294.0 millones, monto inferior en Q2,505.0 millones respecto a lo previsto, ya que en las estimaciones fiscales se consideró que era factible que el Congreso de la República aprobara y se colocara un monto adicional de Bonos del Tesoro por Q1,800.0 millones. Por su parte, la posición del resto del sector público registró una monetización por Q315.0 millones, lo que representó una desviación por Q635.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en DP por parte de las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

### 2. Posición con bancos y financieras

De acuerdo a lo programado, se estimó que en el primer semestre de 2009, los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante por Q1,575.0 millones, como resultado del aumento del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, debido al crecimiento previsto de las captaciones bancarias con el sector privado. El comportamiento observado del referido encaje bancario en el primer semestre fue desmonetizante en Q1,151.0 millones, menor en Q425.0 millones a lo programado.

### 3. Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el primer semestre fue monetizante en Q17.0 millones, inferior a la monetización programada por Q86.0 millones, lo que significó una desviación de Q69.0 millones. Dicho desvío obedece, principalmente, a los mayores

ingresos por concepto de rendimiento de inversiones de las RMI.

## 4. Operaciones de estabilización monetaria

Al finalizar el primer semestre de 2009, el saldo total de las OEM registró un aumento de Q1,326.0 millones respecto al del 31 de diciembre de 2008, en tanto que se tenía programado una disminución del saldo por Q3,646.0 millones, lo que generó una desviación de Q4,972.0 millones.

## C. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA

En el primer semestre de 2009, la demanda de emisión monetaria se redujo Q1,164.0 millones, monto superior en Q276.0 millones a lo programado en el programa revisado (-Q888.0 millones). La disminución en la demanda de emisión monetaria por arriba de lo previsto se asocia, principalmente, al hecho de que la desaceleración de la actividad económica ha sido mayor a lo previsto, propiciando una disminución mayor de la demanda de efectivo por parte del público.

## VI. AVANCES EN EL MARCO ANÁLITICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

### A. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, por medio de la resolución JM-161-2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, en la cual se establece lo siguiente:

“Para efectos de la identificación de la importancia cuantitativa de los distintos canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala, se procederá a estimar económicamente las principales ecuaciones del Modelo Macroeconómico Semiestructural, con el propósito de que la calibración actualizada de éste refleje la importancia cuantitativa de cada uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala. Dicho proceso se espera concluir en el transcurso del segundo trimestre de 2009”.

Al respecto, cabe indicar que se concluyó el proceso de actualización de la calibración del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). De hecho, en el transcurso del segundo trimestre de 2009 se presentó a Junta Monetaria el segundo corrimiento de 2009 basados en la nueva calibración del MMS, el cual cuenta con funciones impulso-respuesta que proporcionan información acerca de los principales canales de transmisión de la política monetaria en el país. Para dar cumplimiento a lo indicado en la resolución JM-161-2008 y conforme el plan de trabajo autorizado, en los próximos meses se espera principiar a redactar el análisis de estos mecanismos de



transmisión que podrían servir de apoyo en la toma de decisiones de política monetaria.

## **B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL**

En mayo de 2009, se finalizó la estimación econométrica de las principales ecuaciones del MMS para actualizar su calibración, constituyendo la versión 2 del citado modelo. En efecto, el segundo corrimiento del MMS en 2009 se efectuó con base en la referida versión.

## **C. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL**

La Junta Monetaria, por medio de la resolución JM-161-2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 y, respecto del Modelo Macroeconómico Estructural (MME), dispuso lo siguiente:

“En 2009 se tiene previsto avanzar en los aspectos siguientes: (i) construir un modelo que incorpore variables fiscales, (ii) desarrollar un modelo monetario de economía cerrada y (iii) diseñar un modelo de economía monetaria, pequeña y abierta, con variables fiscales. Este último modelo constituiría una primera versión del Modelo Macroeconómico Estructural del Banco de Guatemala”.

En tal sentido, durante el segundo trimestre de 2009 se avanzó en la primera etapa y se espera continuar en los próximos meses con el desarrollo de la agenda programada para el año.

## **D. AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA**

La Junta Monetaria, por medio de la resolución JM-161-2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, con relación a los ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria, establece lo siguiente:

“Tomando en cuenta la necesidad de acelerar el proceso de fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, que incluye el fortalecimiento del mercado secundario de valores, para incrementar la efectividad de ésta y facilitar el cumplimiento de sus objetivos, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el primer semestre de 2009, presente a consideración de la Junta Monetaria una propuesta de ajustes a los procedimientos operativos para la implementación de la política monetaria.”

Para dar cumplimiento a esta disposición, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala

finalizaron una propuesta de ajuste a los procedimientos operativos de la política monetaria pendiente de ser presentada a la Junta Monetaria, tomando en cuenta, para el efecto, las recomendaciones contenidas en el informe elaborado sobre el particular por una misión de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional desarrollada en 2008<sup>25</sup> y en 2009.

## **VII. CONCLUSIONES**

- a) Los efectos adversos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica de los principales países industrializados se han venido profundizando, lo que ha conducido a un deterioro mayor en las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Por otra parte, el FMI y otros expertos internacionales prevén que el inicio de la recuperación de la crisis estaría ocurriendo en 2010. Según el FMI, para América Latina se prevé una tasa de crecimiento económico de -2.6% en 2009. La estimación del Banco de Guatemala realizada en julio de 2009, ubica el crecimiento económico del país en un rango de entre 0.4% y 1.2%.
- b) Con base en la última información disponible, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala consideran que hay evidencias que indican que la crisis mundial habría llegado a su punto máximo, por lo que, en la actual coyuntura y en el futuro próximo, puede esperarse que el entorno internacional tienda a mostrar indicadores positivos, dado que la confianza en los mercados financieros internacionales ha estado dando indicios de recuperación.
- c) Los precios internacionales de las materias primas (*principalmente del petróleo*) registraron una tendencia al alza en el período febrero-agosto; sin embargo, en julio se observó una ligera tendencia a la baja en los precios observados. Para 2010 el panorama es más incierto y dependerá de la velocidad de recuperación de la economía mundial.
- d) A fin de atenuar los efectos de la crisis financiera internacional en el país, el Banco de Guatemala acordó conjuntamente con el Ministerio de Finanzas Públicas, un programa *Stand-By* precautorio con el Fondo Monetario Internacional por un monto de aproximadamente US\$935.0 millones.

<sup>25</sup> International Monetary Fund (2008). *Guatemala - Developing Secondary Public Debt Markets and Enhancing Monetary Operations*. Monetary and Capital Markets Department. December.



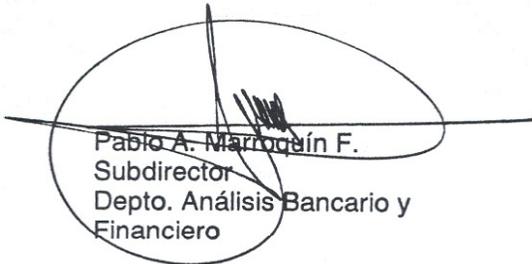
- e) En la medida en que las presiones inflacionarias se han venido reduciendo, reflejándose en los pronósticos de inflación y en las expectativas de inflación, la autoridad monetaria, con base en el análisis integral del Balance de Riesgos de Inflación del entorno tanto interno como externo, ha flexibilizado de manera gradual y prudente la postura de la política monetaria, por lo que disminuyó en 250 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria en el período enero-julio de 2009.
- f) Cabe enfatizar la importancia de la gradualidad y prudencia con que se adopten las medidas futuras de política monetaria, ya que éstas si bien deben coadyuvar a mantener niveles adecuados de liquidez en el sistema bancario, también deben propiciar que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a las metas, contribuyendo así al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para un crecimiento económico dinámico y sostenido. Asimismo, es necesario que las acciones de política monetaria se complementen con otras acciones de política económica.

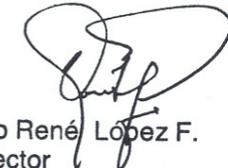


Atentamente,

  
 Juan Carlos Castañeda F.  
 Director  
 Depto. Estudios Económicos

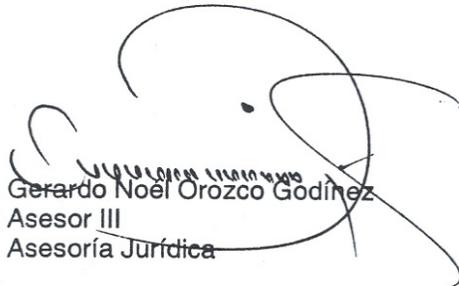
  
 Sergio Javier López Toledo  
 Subdirector  
 Depto. Investigaciones Económicas

  
 Pablo A. Marruchín F.  
 Subdirector  
 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 A.  
 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 18 de agosto de 2009.



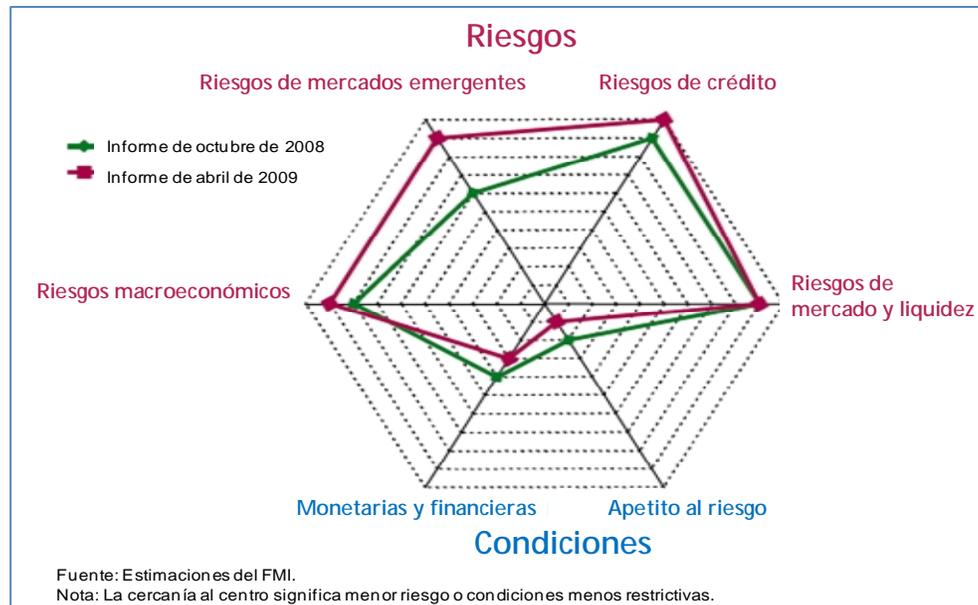
## **ANEXOS**

## ANEXO 1

ANÁLISIS DEL MAPA DE ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL EN 2009<sup>26</sup>

El Mapa de Estabilidad Financiera Mundial de abril 2009 que se muestra a continuación, evalúa en forma general cómo han cambiado las condiciones y los factores de riesgo en la estabilidad financiera global respecto a octubre de 2008<sup>27</sup>.

## Mapa de Estabilidad Financiera Mundial



En lo concerniente a los riesgos macroeconómicos, éstos aumentaron toda vez que la desaceleración económica ha cobrado impulso; adicionalmente, la reducción en el financiamiento ha profundizado la desaceleración del comercio mundial, afectando particularmente a las economías emergentes. A su vez, una serie de medidas oficiales que transfieren el riesgo de las instituciones financieras del sector privado hacia el sector público, han incrementado las presiones sobre los balances y el crédito soberano, resultando en un deterioro de los riesgos macroeconómicos.

Respecto a los riesgos de mercados emergentes, éstos se han intensificado, debido a los factores siguientes:

<sup>26</sup> Fondo Monetario Internacional. Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, abril de 2009 y actualización sobre el mercado, julio de 2009.

<sup>27</sup> El mapa se construye con indicadores relacionados a las áreas siguientes: condiciones monetarias y financieras, apetito al riesgo, riesgos macroeconómicos, riesgos de mercados emergentes, riesgos de crédito y, riesgos de mercado y liquidez. A su vez, el mapa se divide en diez percentiles y la cercanía al centro de cada componente significa menor riesgo o condiciones menos restrictivas.



- Las empresas de los mercados emergentes enfrentan una caída en su rentabilidad y grandes necesidades de financiamiento;
- Los bancos de los mercados emergentes también enfrentan presiones de liquidez y de solvencia;
- El crédito bancario transfronterizo hacia los mercados emergentes ha empezado a contraerse y el financiamiento que les brinda el mercado de capitales es esporádico y limitado a prestatarios de mayor calidad; y,
- Las condiciones para el financiamiento podrían restringirse aún más ya que un número de bancos de mercados desarrollados, que se encuentran activos en los mercados emergentes, podrían racionar el crédito y vender sus subsidiarias para preservar su capital.

Las presiones mencionadas son más pronunciadas en Europa Central y Europa del Este dada su mayor dependencia al financiamiento transfronterizo, su débil posición en la balanza de pagos y su mayor grado de riesgo crediticio. En contraste, en Latinoamérica y en Asia, los mayores riesgos se relacionan con el colapso del comercio global (incluyendo su financiamiento) y de la actividad interna.

En lo atinente a los riesgos de crédito, éstos se han incrementado. En efecto, el sistema financiero permanece frágil, la confianza de los agentes económicos se mantiene baja y se ha intensificado el deterioro del crédito. En la actualidad el sistema financiero mundial enfrenta una coyuntura sin precedentes, en la que, como se indicó, el riesgo crediticio ha aumentado a niveles extremadamente altos y, aunque la actividad ha mejorado en los mercados crediticios que han recibido apoyo del gobierno, otros sectores permanecen deprimidos.

Adicionalmente, la situación financiera de los hogares se ha deteriorado debido a la creciente pérdida de puestos de trabajo, a la caída de su patrimonio neto y a las condiciones crediticias ajustadas.

En relación a los riesgos de mercado y liquidez, éstos permanecen elevados, aún cuando, por un lado, las garantías gubernamentales sobre la deuda bancaria han permitido algún financiamiento a mediano plazo y, por el otro, los mercados interbancarios han mejorado, aunque todavía operan a muy corto plazo.

Respecto al apetito al riesgo, éste ha disminuido reflejo de que la confianza del inversionista permanece deprimida y la aversión al riesgo sigue alta, lo que se suma a las presiones para disminuir posiciones en activos riesgosos.

En lo que respecta a las condiciones monetarias y financieras, las mismas se han restringido, ya que las normas crediticias se mantienen rígidas a pesar del relajamiento global de la política monetaria. Adicionalmente, el incremento de los préstamos morosos y las presiones para el



desapalancamiento han debilitado el mecanismo de transmisión de la política monetaria, limitando el efecto que tienen las menores tasas de política en los préstamos nuevos.

A corto plazo las prioridades siguen siendo las siguientes:

- Asegurar el acceso del sistema bancario a la liquidez;
- Detectar y sanear los activos dañados; y,
- Recapitalizar las instituciones débiles pero viables y proceder rápidamente a la resolución de las instituciones no viables.

Adicionalmente a las prioridades anteriores para los sectores bancarios de las economías avanzadas, existen otras medidas inmediatas que se deben abordar para evitar la propagación de la crisis a los mercados emergentes, que incluyen las siguientes:

- Asegurar que las economías con mercados emergentes estén debidamente protegidas frente al desapalancamiento y la aversión al riesgo de los inversionistas de las economías avanzadas;
- Coordinar las políticas para evitar perjudicar a los países vecinos;
- Afianzar la política macroeconómica;
- Promover políticas fiscales y financieras que se refuercen mutuamente;
- Usar, de ser necesario, políticas poco convencionales en el banco central para reabrir los mercados de crédito y financiamiento; y,
- Crear condiciones para fortalecer el sistema financiero mundial.

En congruencia con lo anterior, la prioridad para las autoridades económicas es hacer frente a la crisis actual, un sentido claro de la dirección de la política financiera a más largo plazo no solo puede producir un sistema financiero más resistente y eficiente al término de la crisis, sino también contribuir a eliminar la incertidumbre y reforzar la confianza del mercado a corto plazo. Dado que ni la disciplina del mercado ni la supervisión pública bastaron para evaluar y contener debidamente la acumulación de riesgos sistémicos, la mejora de la regulación y la supervisión financiera son elementos clave para la prevención de crisis. El énfasis debe estar en la manera de detectar y mitigar los riesgos sistémicos mediante una mejor regulación desde cinco ámbitos: ampliar el perímetro de regulación para abarcar instituciones y actividades de importancia sistémica; prevenir un apalancamiento excesivo y reducir la prociclicidad; corregir las deficiencias de información y la disciplina de los mercados; mejorar la regulación transfronteriza y transfuncional; y, afianzar la gestión de la liquidez sistémica.

Recientemente, en la actualización sobre el mercado a julio de 2009, el Fondo Monetario Internacional indica que los riesgos que afectan al sistema financiero mundial se han moderado con respecto a los niveles extremos observados anteriormente. Las medidas de política sin



precedentes adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos en todo el mundo han logrado estabilizar la situación financiera de los bancos, reducir las presiones de financiamiento y la preocupación por el riesgo de contraparte. Dichas medidas de política han reducido el riesgo de un evento extremo generado por otra quiebra sistémica similar al colapso de *Lehman Brothers*. Los mercados interbancarios y de deuda bancaria han reiniciado sus operaciones, aunque con un apoyo masivo del sector público. No obstante lo anterior, la situación financiera sigue siendo frágil, el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado continúa desacelerándose en las economías avanzadas, los mercados de titularización, fuera de los respaldados por el sector público, se mantienen sin movimiento y el acceso de los prestatarios de menor calidad al financiamiento en los mercados de capitales es escaso. Además, las medidas adoptadas por el sector público que han contribuido a la reducción de los riesgos en el sector privado han generado un consiguiente aumento de los riesgos en el sector público y una carga creciente sobre la sostenibilidad fiscal.

### **Riesgos a futuro**

Existe la probabilidad de que las mejoras registradas recientemente en el ámbito financiero conlleven a tomar una actitud pasiva; por lo tanto, es preciso aumentar los esfuerzos de política económica para evitar que puedan revertirse algunos de los avances logrados recientemente. Aunque el sistema financiero ha salido de un período de incertidumbre extrema, persiste un alto nivel de incertidumbre que se explica por la importante disfuncionalidad en algunos mercados financieros. La confianza aún sigue siendo débil y podrían resurgir los riesgos de eventos extremos. La mejora de los mercados financieros se debe en gran parte al apoyo de gran alcance brindado por el sector público.

A su vez, es preciso redoblar los esfuerzos para resolver los problemas de los bancos y los mercados financieros. Respecto a los bancos, en algunos casos implica profundizar las medidas ya adoptadas y, en otros, adoptar nuevas medidas. A pesar de los recientes aumentos de capital de algunos bancos, es preciso asegurar niveles adecuados de capital hacia el futuro a medida que aumentan las tasas de incumplimiento y fomentar la reestructuración cuando sea necesario. Además, seguirá siendo necesario adoptar medidas para ayudar a los bancos a hacer frente de manera eficaz al problema de los activos desvalorizados y reabrir el mercado de titularización sobre bases más sólidas.

Por otro lado, si no se abordan de manera eficaz los problemas que aún aquejan a los bancos en las economías avanzadas, el proceso de desapalancamiento requerido para restablecer su solidez será más riguroso de lo necesario, lo que frenará aún más la recuperación económica. De hecho, sanear la situación de los bancos sigue siendo una condición esencial para lograr una recuperación sostenida.

Se precisan más medidas para restablecer la confianza en el sector bancario y facilitar la concesión de crédito. En ese sentido, algunos países se han involucrado activamente en la



evaluación de sus sistemas financieros llevando a cabo pruebas de estrés, las cuales, si se respaldan mediante la aplicación de medidas creíbles orientadas a corregir los déficits de capital, pueden ser una herramienta eficaz para restablecer la solidez de los balances de los bancos. La experiencia de Estados Unidos de América y las recientes iniciativas adoptadas en Europa para organizar pruebas de estrés coordinadas constituyen un avance importante.

Los mercados de deuda soberana podrían correr el riesgo de desestabilización si la carga de financiamiento de la deuda pública se considera insostenible. Los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a los efectos de contagio originados en las economías avanzadas que pueden dar lugar a una desaceleración más general o a una interrupción de las entradas de capital.

Por último, en lo concerniente a las estrategias de salida coherentes a nivel mundial, aunque aún no ha llegado el momento de comenzar a retirar todas las distintas formas de apoyo oficial utilizadas para hacer frente a la crisis, es importante establecer estrategias de salida cuidadosamente concebidas y coordinadas. La divulgación de estas estrategias puede ser muy útil para reducir la incertidumbre del mercado. Los objetivos generales que deberían orientar la formulación de las políticas de salida son la estabilidad de precios, un sólido sistema financiero basado en principios de mercado y la sostenibilidad fiscal. Dentro de cada país, las estrategias de salida deben basarse en la coordinación de las políticas fiscales, monetarias y financieras. Los bancos centrales deben contar con una variedad de instrumentos eficaces para retirar liquidez de manera oportuna a fin de evitar perturbaciones en el mercado y mantener la coherencia de las políticas entre los países para reducir las oportunidades de arbitraje regulatorio y flujos financieros adversos.



## ANEXO 2 LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2009

Para 2009 se prevé que, con excepción de las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, y de *Administración pública y defensa*, la mayoría de actividades económicas muestren tasas de crecimiento menos dinámicas a las estimadas para 2008 y, en algunos casos, se espera que exhiban tasas de variación negativas (Explotación de minas y canteras; Suministro de electricidad y captación de agua; Construcción; y, Comercio al por mayor y al por menor).

Para la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.5% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.4%, superior al previsto para 2008 (2.0%). De conformidad con apreciaciones recientes de gremiales y asociaciones de productores y del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), este comportamiento estaría influenciado, principalmente, por el mayor dinamismo esperado tanto en los cultivos tradicionales como en los no tradicionales, los cuales se espera registren un crecimiento de 4.9% y 1.6%, respectivamente (3.4% y 0.7%, en su orden, para 2008). En el caso de los productos tradicionales, el mayor dinamismo esperado se explica, fundamentalmente, por el incremento de 15.0% en la producción de banano (9.0% en 2008) y la recuperación en la producción de cardamomo, que pasaría de una tasa de -10.0% en 2008 a una de 0.5% en 2009. Por su parte, el incremento en los cultivos no tradicionales estaría asociado, principalmente, al crecimiento esperado en la producción de frutas y nueces, la cual se estima crezca en 4.2% (2.3% en 2008); aspecto que contrarrestaría la leve desaceleración esperada en la producción de caña de azúcar, misma que se prevé crezca 5.6% (6.0% en 2008).

En lo relativo a la producción de café, se espera un menor dinamismo en su tasa de crecimiento, al pasar de 2.0% en 2008 a 0.2% para 2009. Según apreciaciones de la Asociación Nacional del Café (ANACAFE), para el presente año se prevé una menor demanda externa de este producto, lo cual, aunado a menores precios internacionales del aromático respecto del año anterior, estaría afectando negativamente en el nivel de producción, el cual se estaría ubicando en 5,603.7 miles de quintales.

En el caso del cultivo de banano, se estima un incremento de 15.0% en el volumen de producción, mayor al crecimiento mostrado en 2008 (9.0%). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, Ltda. (Bandegua) y de la Compañía Bananera Independiente de Guatemala, S. A. (Cobigua), el mayor dinamismo sería producto del incremento en la demanda externa, en particular, la de los Estados Unidos de América, ya que Costa Rica y Panamá disminuyeron sus niveles de exportación hacia dicho mercado, como resultado de las inundaciones registradas en sus áreas de cultivo.

En cuanto a la producción de caña de azúcar, de acuerdo a la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), para la zafra 2008/2009 se prevé una producción de 458.2 millones de quintales, mayor en 24.3 millones de quintales a la zafra 2007/2008, lo que en términos



porcentuales significaría un crecimiento de 5.6% (6.0% en 2008). Dicho comportamiento estaría asociado, básicamente, a un incremento de 5.7 miles de manzanas en el área sembrada.

En lo que se refiere a la producción de cardamomo, se prevé un aumento de 0.5% respecto del año previo (-10.0% en 2008). Dicho comportamiento estaría explicado, según opiniones de productores locales de la especia, por las mejoras introducidas en el cultivo, debido al incentivo de los mejores precios internacionales observados durante los últimos dos años.

En lo relativo a la producción de maíz se estima una caída de 5.0% y para el caso de la producción de frijol se prevé un incremento de 0.2% (-2.5% y -2.3%, en su orden, en 2008). Según apreciaciones del MAGA, el comportamiento esperado para estos productos se asocia, principalmente, a las expectativas de condiciones atmosféricas adversas durante la época de invierno.

En la actividad de crianza de ganado bovino y de aves de corral, para 2009 se espera un crecimiento de 0.7% y 1.7%, respectivamente (2.3% y 2.5%, en su orden, en 2008). De acuerdo con apreciaciones de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat), del MAGA y de la Asociación Nacional de Avicultores (ANAVI), dicho comportamiento estaría asociado a la reducción prevista en la demanda interna, así como al deterioro de los precios de venta a nivel nacional.

En cuanto a la producción silvícola y de extracción de madera, se estima un crecimiento de 2.4% (5.0% en 2008). De acuerdo con información del Instituto Nacional de Bosques (INAB), el menor dinamismo previsto se explicaría, fundamentalmente, por una reducción en la producción de trozas, leña, otros tipos de madera y otras gomas y resinas naturales, como resultado del menor dinamismo esperado en la demanda intermedia de estos productos por parte de las actividades industriales.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB) se espera una contracción de 2.6% (-0.8% en 2008). Este comportamiento se encuentra asociado, por una parte, a la disminución prevista de 6.3% (-9.2% en 2008) en la extracción de petróleo y de gas natural, debido principalmente, al agotamiento de los pozos, así como en la extracción de gas natural; y, por la otra, a una caída de 2.8% en la producción de piedra, arena y arcilla (1.2% en 2008), explicada por una menor demanda por parte del sector construcción.

En el caso de la *Industria manufacturera* (con una participación de 18.3% en el PIB), se espera un crecimiento de 1.3%, tasa inferior a la de 2008 (2.4%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, a una disminución en la producción de textiles y prendas de vestir, la cual, según la Comisión de la Industria de Vestuario y Textiles de Guatemala (Vestex), estaría influenciada por la disminución de pedidos externos de dichos productos, como resultado de la recesión económica mundial, en especial, la contracción económica que enfrentan los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos.



Asimismo, en la industria de alimentos, bebidas y tabaco, se prevé una tasa de crecimiento de 2.5%, inferior a la de 2008 (3.1%). Este comportamiento estaría influenciado, principalmente, por la menor demanda de bebidas alcohólicas y de cerveza, como resultado de una disminución en el gasto de consumo.

La actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.5% en el PIB), se espera que registre una caída de 1.7% (2.2% de crecimiento en 2008). Según información del Administrador del Mercado Mayorista (AMM), este comportamiento es resultado de la reducción prevista en la demanda de energía eléctrica, tanto intermedia como final, derivada del menor crecimiento esperado en la mayoría de actividades económicas y de la pérdida de dinamismo del consumo privado. En ese sentido, según dicha fuente, la generación de energía eléctrica estaría registrando una caída de 2.2% (2.1% de crecimiento en 2008).

La actividad *Construcción* (con una participación de 3.4% en el PIB), se espera que registre una caída de 9.1% (-3.6% en 2008). Dicho comportamiento sería resultado, principalmente, de la disminución, por segundo año consecutivo, en la construcción de edificaciones. En efecto, se estima una disminución tanto en edificios residenciales como no residenciales, lo cual es resultado de la menor cantidad de metros autorizados de construcción en 2008, cuya realización concluiría en 2009. Cabe mencionar que para 2009 la superficie de construcción realizada para este tipo de obras se espera registre una caída de 34.0%, superior a la observada en 2008 (-16.8%). No obstante, dicho comportamiento estaría siendo contrarrestado por la recuperación esperada en la construcción de obras de ingeniería civil, asociado al incremento previsto en la Inversión Real Directa por parte del Gobierno Central.

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se estima que para 2009 refleje una variación negativa de 1.5% (3.3% en 2008), explicada, principalmente, por una caída esperada en las importaciones de bienes comercializables, así como por la pérdida de dinamismo prevista en la producción de bienes manufacturados.

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.9% en el PIB) se prevé un crecimiento de 3.5% para 2009 (18.2% en 2008), comportamiento asociado a la evolución esperada de las subactividades de transporte y de correo y comunicaciones, las que explican el 93.6% del comportamiento de esta actividad.

Respecto a la subactividad transporte, se estima que podría registrar un crecimiento de 1.4% para 2009 (4.8% en 2008), influenciado, principalmente, por la disminución prevista en el transporte por vía terrestre, el cual se estima que crezca 1.6% (4.9% en 2008), derivado de la caída esperada en las transacciones del comercio internacional del país, situación que reduciría el volumen de carga transportada.

Por su parte, en la subactividad correo y comunicaciones, se prevé un crecimiento de 5.3% para 2009 (25.6% en 2008), asociado, principalmente, a la desaceleración esperada en las telecomunicaciones, las cuales se estima que crezcan 5.4% (27.0% en 2008), explicada,



fundamentalmente, por la disminución de los minutos promedio consumidos por los usuarios, así como por una fuerte desaceleración en la activación de líneas telefónicas, debido a la saturación del mercado de telefonía celular, según información proporcionada por empresas operadoras de telefonía.

En lo que concierne a la actividad de *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso de 4.5% en el PIB), se prevé que para 2009 registre una tasa de crecimiento de 6.6% (11.8% en 2008), asociada a un comportamiento menos dinámico en la actividad bancaria, como resultado de la desaceleración observada en el otorgamiento de créditos bancarios al sector privado.

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.2% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.4% para 2009 (3.7% en 2008), explicada por una menor oferta de viviendas nuevas destinadas al arrendamiento, debido a la contracción esperada en los metros realizados de edificaciones residenciales.

En lo relativo a la actividad *Servicios privados* (con una participación de 15.7% en el PIB), se espera que muestre una tasa de crecimiento de 2.9% para 2009 (4.5% en 2008). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al menor dinamismo esperado en las actividades industriales y de transporte, así como a la contracción esperada en la actividad de comercio al por mayor y al por menor, principales demandantes de dichos servicios.

En lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.8% del PIB), se estima que para 2009 registre una tasa de crecimiento de 6.7%, superior a la registrada en 2008 (5.4%). Este resultado se explicaría, principalmente, por un mayor número de contrataciones de personal en el Ministerio de Educación.

A continuación se presenta un cuadro que contiene el detalle de la revisión de la tasa de crecimiento económico para 2009, a nivel de ramas de actividad.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL**  
**AÑOS 2008 y 2009**  
**(Tasas de variación)**

CONCEPTO	2008 <sup>p/</sup>	Proyecciones para 2009	
		En marzo	En julio
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL</b>	<b>4.0</b>	<b>1.0 - 2.0</b>	<b>0.4 - 1.2</b>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2.0	1.7	2.4
Explotación de minas y canteras	-0.8	-2.9	-2.6
Industrias manufactureras	2.4	1.4	1.3
Suministro de electricidad y captación de agua	2.2	-0.2	-1.7
Construcción	-3.6	-3.1	-9.1
Comercio al por mayor y al por menor	3.3	-1.3	-1.5
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	18.2	4.2	3.5
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	11.8	6.7	6.6
Alquiler de vivienda	3.7	3.4	3.4
Servicios privados	4.5	2.9	2.9
Administración pública y defensa	5.4	6.8	6.7

p/ Cifras preliminares



### **ANEXO 3 REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2009**

La revisión del programa monetario se realizó tomando en cuenta los aspectos siguientes: a) la nueva estimación de crecimiento económico para 2009, la cual se redujo de un rango de entre 1.0% y 2.0% a otro de entre 0.4% y 1.2%, como resultado de la contracción económica mundial, especialmente en los Estados Unidos de América y la de otros socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro); b) las estimaciones fiscales revisadas para 2009, debido al reordenamiento presupuestario y a las modificaciones de las fuentes de financiamiento; y, c) la disminución de las reservas monetarias internacionales, por el menor financiamiento externo neto del Gobierno Central previsto para finales de año.

Derivado de lo anterior, fue necesario revisar las estimaciones de crecimiento interanual de la emisión monetaria, de la base monetaria amplia, de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado, a efecto de adecuarlas a la nueva tasa de crecimiento económico, manteniendo la meta de inflación de 5.5% +/- 1 punto porcentual.

Como consecuencia de la revisión descrita, las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios son las siguientes: a) emisión monetaria, 7.0% (7.6% en la estimación anterior); b) base monetaria amplia, 9.1% (9.8% en la estimación anterior); c) crédito bancario total al sector privado, 5.5% - 7.5% (6% - 8% en la estimación anterior); y, d) medios de pago totales, 4.5% - 6.5% (5% - 7% en la estimación anterior).

A continuación se presenta el programa monetario y fiscal revisado, en el que se aprecia que, consistente con la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, la disminución de las RMIN y el comportamiento previsto de los factores monetizantes y desmonetizantes, al finalizar 2009 se espera que el saldo de OEM con el sector privado aumente en aproximadamente Q242.0 millones.



**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2009**  
Millones de quetzales

Concepto	I TRIM Observado	II TRIM Observado	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
<b>CUENTAS FISCALES</b>					
Ingresos	8,191	8,032	8,222	8,522	32,966
Egresos	8,849	9,311	13,056	12,321	43,537
Corrientes	6,579	6,846	8,793	8,423	30,641
Capital	2,270	2,466	4,263	3,898	12,896
Déficit (% del PIB)	658	1,279	4,835	3,799	10,571 3.4
Financiamiento externo neto	2,355	852	-376	1,112	3,944
Financiamiento interno neto	-560	584	2,901	1,464	4,388
Variación de Caja	-1,137	-157	2,310	1,223	2,239
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>					
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>2,968</b>	<b>860</b>	<b>-2,240</b>	<b>-2,307</b>	<b>-720</b>
En US\$	371	108	-280	-288	-90
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-3,323</b>	<b>97</b>	<b>2,363</b>	<b>3,199</b>	<b>2,336</b>
1. Gobierno Central	-1,137	-157	2,310	1,223	2,239
2. Resto del sector público	-42	358	-93	154	376
3. Posición con bancos	-920	-230	-400	390	-1,161
Crédito a bancos	0	-1	0	0	-1
Reserva bancaria	-920	-230	-400	390	-1,160
4. Otros Activos Netos	-1,223	127	547	1,432	882
Gastos y productos	24	-7	38	383	439
Otros	-1,247	134	508	1,049	444
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>-355</b>	<b>957</b>	<b>122</b>	<b>892</b>	<b>1,617</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>-762</b>	<b>-184</b>	<b>211</b>	<b>2,110</b>	<b>1,375</b>
<b>C. EXCEDENTE ( - ) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-406</b>	<b>-1,141</b>	<b>88</b>	<b>1,218</b>	<b>-242</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>-406</b>	<b>-1,141</b>	<b>88</b>	<b>1,218</b>	<b>-242</b>