



BANCO DE GUATEMALA



**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

Elaborado por los Departamentos de Análisis Macroeconómico y Pronósticos, Estadísticas Macroeconómicas y Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, con el visto bueno de las Gerencias Económica y Financiera.

ÍNDICE

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2012¹

I.	ANTECEDENTES	1
II.	RESUMEN EJECUTIVO	2
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	10
	A. ENTORNO EXTERNO	10
	B. ENTORNO INTERNO	22
	1. Actividad económica	22
	2. Inflación	26
	3. Tipo de cambio	29
	4. Tasas de interés	30
	5. Agregados monetarios y de crédito	31
	6. Variables del sector externo	35
	7. Finanzas públicas	36
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2012	36
IV.	CIERRE 2012 Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2013	40
	A. DEL ENTORNO EXTERNO	40
	1. Crecimiento económico	40
	2. Inflación mundial	48
	B. DEL ENTORNO INTERNO	50
	1. Balanza de pagos	50
	2. Actividad económica	50
	3. Sector fiscal	54
	4. Sector monetario	55
V.	REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	58
	A. POLÍTICA MONETARIA	59
	1. Variables indicativas	59
	2. Variables informativas	60
	3. Instrumentos de política monetaria	62
	4. Medidas para contribuir a la efectividad de la política monetaria	63
	B. POLÍTICA CAMBIARIA	64
	C. POLÍTICA CREDITICIA	64

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 30 de noviembre de 2012, salvo otra indicación.

VI.	RECOMENDACIÓN	65
	ANEXOS	66
	ANEXO 1	67
	ANEXO 2	81
	ANEXO 3	86
	ANEXO 4	87

I. ANTECEDENTES

De conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, la Junta Monetaria tiene la atribución de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional. Desde 2005 la autoridad monetaria adoptó el esquema de metas explícitas de inflación, el cual se sustenta en la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria para dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida y un objetivo de inflación de mediano plazo, en la cual se establece que, de acuerdo con la evolución del entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política.

Con el propósito de dar cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta, por una parte, la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2012 y las perspectivas económicas para 2013 y, por la otra, la revisión de dicha política.

II. RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, la actividad económica mundial en 2012 ha tenido un desempeño volátil pero reflejando un crecimiento moderado, aunque persistiendo los riesgos a la baja ante las perspectivas poco favorables asociadas a la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro, la situación fiscal en los Estados Unidos de América y el temor de una desaceleración fuerte en la República Popular China. Sin embargo, luego de la adopción de medidas de estímulo fiscal y monetario, las expectativas para 2013 han mejorado levemente, anticipándose que el temor de un “precipicio fiscal” en los Estados Unidos de América y una desaceleración económica mayor a la esperada en la República Popular China, han disminuido. No obstante, aún no se contienen los riesgos a la baja y podrían continuar, debido particularmente a una posible intensificación de la crisis en Europa, si las medidas que se han adoptado no ganan tracción y si no se adoptan nuevas medidas que son necesarias, principalmente en el sistema financiero.

La situación en la Zona del Euro se ha mantenido frágil y las expectativas de los agentes económicos se exacerban rápidamente ante cualquier acontecimiento que pueda afectar a la referida zona, sobre todo por la falta de consenso que existía entre las autoridades respecto a la aprobación del segundo desembolso previsto en el programa de ayuda financiera a Grecia aprobado por la *Troika*² y el acuerdo entre prestamistas internacionales y las autoridades de dicho país para reducir su nivel de deuda pública. Sin embargo, luego del acuerdo entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los Ministros de Finanzas de la Zona del Euro para brindar asistencia financiera a Grecia, la situación ha mejorado, contribuyendo a reducir el temor de los mercados respecto de una cesación de pagos de dicho país o su eventual salida de la unión monetaria. En ese contexto, de acuerdo con el FMI la Unión Europea registraría una contracción económica de -0.2% en 2012, influenciada por la caída en el crecimiento de la Zona del Euro de -0.4%.

El desempeño económico en los Estados Unidos de América continuó registrando una recuperación gradual, aunque persiste la debilidad en los mercados laboral e inmobiliario, la cual se reflejó en altos niveles de desempleo, un proceso gradual de desapalancamiento de los hogares y una pérdida de riqueza de las familias, situación que ha dificultado la recuperación del sector inmobiliario, lo que aunado al deterioro de la confianza entre los empresarios y consumidores sobre los efectos económicos del denominando “precipicio fiscal” para 2013, a pesar de que la mayoría de analistas y expertos internacionales consideran que dicho evento tiene una probabilidad de ocurrencia

² Comisión integrada por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional.

muy baja, continúa limitando las posibilidades de una recuperación más sólida. Por ello, la Reserva Federal de los Estados Unidos de América implementó en septiembre del presente año, un nuevo programa de estímulo monetario con el objeto de promover la recuperación económica, anticipando que los efectos del programa contribuirán a mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles bajos, con la expectativa de que ello apoyaría el acceso a condiciones crediticias propicias para la inversión y el consumo, coadyuvando a su vez a consolidar el proceso de recuperación del mercado laboral y, por ende, de la economía. Más recientemente, en diciembre anunció la ampliación a su programa de estímulo monetario conocido como *Quantitative Easing 3* (QE3), el cual establece que cuando la tasa de desempleo se ubique por debajo de 6.5% habrá cambios en la tasa de interés de política, a la vez que sustituyó la operación *Twist* que había estado vigente desde noviembre de 2010, por un nuevo programa de compra de Bonos del Tesoro a largo plazo, el cual iniciaría con un monto de US\$45.0 miles de millones mensuales, buscando apoyar el acceso a mejores condiciones crediticias para la inversión y el consumo.

En el caso de la economía de Japón, según el FMI, ésta crecería 2.2% en 2012 debido, fundamentalmente, al efecto positivo de la reconstrucción iniciada luego del terremoto, *tsunami* y emergencia nuclear ocurridos en el primer trimestre de 2011, aunque se anticipa que en 2013 la economía podría regresar a la senda de crecimiento usual, con niveles por debajo de 1.5%.

Por su parte, las economías emergentes, al registrar tasas de crecimiento superiores a las de las economías avanzadas que, aunque ocurrieron a un ritmo más moderado que el de 2011, continuaron siendo el principal motor para el crecimiento mundial durante 2012. Para las economías de Asia, el FMI prevé que la actividad económica en 2012 registrará un crecimiento de 5.4% (5.8% en 2011), lo que permitirá continuar liderando el crecimiento mundial, aunque con significativas diferencias entre países y regiones, en virtud de que la República Popular China, India, Indonesia, Corea, Taiwán y Tailandia dinamizarán sus economías, mientras en algunos países en desarrollo de Asia se estaría moderando. En el caso particular de la República Popular China, en 2012 su crecimiento se desaceleró respecto al de 2011, al pasar de 9.2% a 7.8%, explicado por la ralentización observada en el sector externo, resultado de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de sus principales socios comerciales y por el aumento en la incertidumbre sobre la evolución económica a nivel mundial. En el caso de India, la economía estaría registrando en 2012 un crecimiento de 4.9% (6.8% en 2011) debido a un deterioro de la confianza empresarial y una marcada depreciación de su moneda (Rupia), aunque se anticipa un crecimiento mayor para 2013 (6.0%), ello debido a que la demanda interna estaría compensando, en parte, la disminución en la demanda externa.

En América Latina, el crecimiento económico de 3.2% para 2012 (4.5% en 2011) refleja una tendencia a la moderación ante el menor dinamismo del comercio internacional, el cual se ha visto afectado tanto por la disminución en los precios internacionales de la mayoría de los principales productos de exportación, como por la disminución en la demanda externa, particularmente la proveniente de Europa y Asia; aunque dicho crecimiento se mantiene alrededor del promedio de los últimos 20 años (3.3%), apoyado por el mejor desempeño del consumo privado ante condiciones favorables en sus mercados laborales, por la expansión del crédito bancario y, en algunos casos, por la recuperación del crecimiento del ingreso por remesas familiares. A diferencia de otras regiones, América Latina no ha perdido el acceso a los mercados financieros internacionales, evidenciando la capacidad de las autoridades para enfrentar el deterioro del entorno internacional y mantener los márgenes de maniobra de sus políticas monetarias, aprovechando la moderación de las presiones inflacionarias. Vale destacar que Brasil, dados sus vínculos comerciales y financieros, desde 2011 ha sido severamente afectado por la crisis europea y por la desaceleración de la economía china, por lo que en 2012 su crecimiento sería de 1.5% (2.7% en 2011 y 7.5% en 2010), aunque se anticipa que, como resultado de las medidas de estímulo monetario y fiscal y de la recuperación de la economía china, en 2013 el crecimiento económico se eleve a 4.0%.

En resumen, el crecimiento económico mundial de 2012 estaría ubicándose en alrededor de 3.3%, explicado principalmente por el crecimiento de las economías emergentes (5.3%), dado que las economías avanzadas registrarían un crecimiento de 1.3%. Para 2013 los pronósticos anticipan una aceleración en el crecimiento económico mundial, al situarse en 3.6%.

Con relación a los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), su comportamiento estuvo asociado a factores de oferta y demanda que afectaron los mercados ante la incertidumbre mundial que prevaleció durante 2012. En el caso del petróleo, por el lado de la oferta, la evolución de su precio denota la continuación de los conflictos geopolíticos en Siria e Irán y la intensificación del conflicto bélico entre Israel y Palestina, lo que incrementó la expectativa de una posible interrupción en los suministros provenientes de Oriente Medio, provocando incrementos en el precio internacional; mientras que el aumento de la producción e inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América es un factor que habría contribuido a reducir el precio. Por el lado de la demanda, la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial y el incremento en la producción de crudo por parte de Arabia Saudita, en prevención a los probables problemas que originarían las sanciones contra Irán desde finales de 2011, fueron entre otros, factores que incidieron a la baja. El precio del petróleo aumentó en el primero y tercer trimestres y disminuyó en el segundo

y cuarto trimestres, registrando un precio promedio de US\$94.09 por barril a lo largo del año, precio ligeramente inferior al registrado en 2011(US\$95.12 por barril).

En cuanto a los derivados del petróleo, particularmente la gasolina, su oferta en el mercado mundial fue afectada tanto por el mantenimiento no planificado en diversas refinerías alrededor del mundo, principalmente en los Estados Unidos de América, como por factores climáticos que afectaron el proceso de refinamiento, debido al cierre temporal de plataformas en el Golfo de México (huracán *Isaac*, en agosto) y en la costa este de los Estados Unidos de América (huracán *Sandy*, en noviembre), lo cual habría incidido en que los precios de la gasolina registraran un comportamiento volátil a lo largo del año, observándose un precio promedio para 2012 de US\$2.92 por galón, ligeramente superior al promedio del año previo (US\$2.83 por galón).

En el caso del trigo y del maíz, los precios aumentaron en 2012 respecto de 2011, al ubicarse en US\$12.53 y US\$12.38 por quintal, respectivamente, derivado principalmente de factores climáticos adversos que provocaron importantes desequilibrios en la oferta y la demanda y repercutieron en una disminución en los niveles de los inventarios.

Con relación a la inflación a nivel mundial, ésta mostró un comportamiento divergente durante 2012, dado que se registraron niveles moderados para los países avanzados, a pesar del incremento en el precio de los alimentos y de la energía y niveles más altos en las economías emergentes y en desarrollo. El resultado de la inflación en los países avanzados obedeció, principalmente, a que la demanda agregada en estos países estuvo contenida, debido a que el consumo total se mantuvo ralentizado y porque, en algunos casos, los procesos de desapalancamiento fueron muy lentos (especialmente en la Zona del Euro). Asimismo, aunque los precios de los alimentos se mantuvieron altos, su efecto en los precios internos no fue significativo en dichas economías, en parte, debido al poco peso relativo que tienen los alimentos en las canastas básicas. La inflación en los Estados Unidos de América se situó en noviembre en 1.76%; mientras que en la Zona del Euro, Reino Unido y Japón fue en octubre de 2.49%, 2.64% y -0.40%, respectivamente. Se estima que al finalizar el año la inflación para las economías avanzadas, según el FMI, se ubique en 1.9%.

Para los países con economías emergentes, la inflación continuó siendo alta, particularmente en el caso de América Latina, debido en parte a que el efecto traspaso de los precios de los alimentos, principalmente en aquellos países que son importadores netos y en otros países donde el mayor dinamismo de su actividad económica, reflejada en mayores niveles de consumo, provocó mayor inflación. Sin embargo, los niveles de inflación se mantuvieron cercanos a las metas de política monetaria. Se estima que para 2012, la inflación se ubique en 6.1% para las economías emergentes y

en desarrollo, mientras que para América Latina se prevé que se sitúe en 6.0%. Vale indicar que algunos países como Chile, Colombia y Perú, han registrado niveles de inflación de alrededor de 3.0%, en tanto que países como Brasil y México alcanzan niveles cercanos a 5.0%. Además, sobresalen las inflaciones de Venezuela y Argentina que se han ubicado en dos dígitos.

No obstante que tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo (incluyendo la región centroamericana) se detuvo la tendencia decreciente que venía registrando la inflación, para el caso de las economías emergentes y en desarrollo el entorno es complejo, dado que tienen que manejar con prudencia los ajustes que requieran las políticas macroeconómicas, debido a que entes internacionales (como el FMI y el Banco Mundial) estiman que, aunque en menor magnitud que en 2008, el precio de los alimentos podría aumentar y, dado el efecto traspaso que suele ser de mayor relevancia en las economías emergentes, éste podría generar efectos de segunda vuelta.

En el escenario descrito, los bancos centrales alrededor del mundo han adoptado medidas de política monetaria acordes a los espacios y necesidades de cada país. En las economías avanzadas, la política monetaria ha mantenido un sesgo expansivo, con tasas de interés que se ubican en niveles históricamente bajos. En adición, los bancos centrales de dichas economías se han caracterizado por continuar proveyendo recursos monetarios a sus sistemas financieros, con el objetivo de mantener niveles abundantes de liquidez para reactivar el crédito interno. En cambio, las autoridades monetarias en la mayoría de los países emergentes han decidido mantener una política monetaria más cautelosa, ante la incertidumbre prevaleciente sobre el desempeño económico de las principales economías avanzadas, a fin de poder utilizar los espacios monetarios en caso se materialicen los riesgos a la baja en la actividad económica mundial. Asimismo, un buen número de países han promovido modificaciones a la estructura de sus sistemas financieros con el objetivo de asegurar su solidez y solvencia, efectuando además reformas fiscales y estructurales, particularmente en la Zona del Euro.

En síntesis, aun cuando persisten los riesgos a la baja, el escenario base no se modificó sustancialmente en el transcurso del año y, según el FMI, en 2013 podría observarse una recuperación económica a nivel mundial, aunque moderada.

En el entorno interno, el favorable comportamiento de los principales indicadores de la actividad económica interna ha permitido moderar el efecto de la desaceleración a nivel mundial. El Producto Interno Bruto (PIB) al segundo trimestre del año mostró que la actividad económica creció 2.5%, inferior al observado en el mismo trimestre de 2011 (4.7%); mientras que el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a octubre continúa mostrando una evolución dinámica; las remesas

familiares exhiben un crecimiento superior al originalmente previsto, al igual que el crecimiento del crédito al sector privado y las exportaciones e importaciones, aunque han disminuido en términos de valor, continúan registrando un incremento en términos de volumen. Con la información disponible, se estima que el PIB en términos reales estaría creciendo en 2012 en 3.0%, valor que se encuentra dentro del rango estimado a inicios de año de entre 2.9% y 3.3%.

Durante 2012, el comportamiento de los precios contribuyó a una moderación en el crecimiento del ritmo inflacionario total, reflejando una tendencia decreciente desde septiembre de 2011, que comenzó a revertirse a partir de septiembre del presente año, aunque se mantiene por debajo del límite inferior de la meta determinada por la autoridad monetaria para el presente año, al situarse en noviembre en 3.11%, lo que permite anticipar que estaría cerrando el año en alrededor de 3.20%. La inflación subyacente mostró un comportamiento congruente con lo observado en la inflación total y a partir de junio se ha ubicado por encima del ritmo inflacionario total, pero siempre dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. La inflación importada, a partir del segundo semestre, mostró un moderado crecimiento que estaría reflejando, en parte, las alzas observadas en los precios internacionales del petróleo y sus productos derivados, así como las observadas en los precios del maíz y trigo; mientras que, en octubre y noviembre se desaceleró.

En la medida en que se fueron materializando los choques de oferta a nivel mundial, en esa medida se han ido revisando las proyecciones de precios tanto para 2012 como para 2013 y para este último año, éstas se mantienen en niveles superiores al valor puntual de la meta de inflación prevista para dicho año (4.0% +/- 1 punto porcentual). Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, que se ubicaban fuera del rango meta de inflación en los primeros meses del año, se fueron moderando hasta ubicarse dentro del margen de tolerancia, tanto para diciembre de 2012 como de 2013.

En lo que respecta a los agregados monetarios y de crédito, durante 2012 se evidenciaron comportamientos mixtos; por una parte, la emisión monetaria y los medios de pago se desaceleraron en el primer semestre y se recuperaron a partir del segundo semestre, en tanto que el crédito bancario al sector privado mantuvo la trayectoria dinámica iniciada en 2010, estimándose que cierre con un crecimiento de alrededor de 15.0%, tasa superior a la del año previo y a la estimada a inicios de año de 12.0%.

Un aspecto a destacar durante 2012 es el incremento previsto de US\$700.0 millones en las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco de Guatemala, explicado, fundamentalmente, por la colocación de Bonos del Tesoro en el exterior (Eurobono) por parte del Ministerio de Finanzas

Públicas para financiar parte del déficit fiscal estimado en el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el presente año. Entre las variables del sector externo también destaca el incremento previsto en el déficit en cuenta corriente en 2012, el cual ha venido aumentando paulatinamente después de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, al pasar de 1.5% del PIB en 2010 a 3.1% en 2011 y a 3.4% estimado para 2012. Dicho incremento es reflejo del dinamismo que ha mostrado la demanda interna, que se evidencia también en el aumento en la demanda de importaciones que ha sido más que proporcional que el incremento en las exportaciones y que ha generado un aumento en el déficit de la balanza comercial de 10.3% del PIB en 2010 a 10.6% en 2011, con un aumento adicional estimado para 2012, al ubicarse en 11.1% del PIB.

Con relación a las tasas de interés de corto plazo, las mismas se han ubicado en torno a la tasa de interés líder de política monetaria. Por su parte, las tasas de interés activas por tipo de deudor continuaron descendiendo en 2012, reflejando en parte, condiciones monetarias más acomodaticias y, por ende, el aumento de los niveles de liquidez en la economía.

En lo relativo a las decisiones de la Junta Monetaria con relación al nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y noviembre, con el propósito de analizar y determinar el nivel de la referida tasa de interés. En febrero, marzo y abril mantuvo dicha tasa en 5.50%, entre otros aspectos, considerando que no se visualizaba un efecto significativo de la situación económica en la Zona del Euro, además de que los principales indicadores de corto plazo evidenciaban tasas de crecimiento positivas congruentes con lo esperado; en junio acordó disminuirla en 50 puntos básicos, con lo cual, se ubicó en 5.00%, tomando en cuenta que los pronósticos de crecimiento de la economía mundial no habían variado y que se anticipaba una moderación en las presiones inflacionarias. Posteriormente, en las reuniones de julio, septiembre, octubre y noviembre, adoptó una posición de esperar y observar que ocurriría en el ambiente internacional; manteniendo en 5.00% el nivel de la referida tasa de interés líder de la política monetaria.

Con relación al mercado cambiario, el Banco de Guatemala participa en dicho mercado con el propósito de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, pero sin afectar su tendencia. Al 14 de diciembre el Banco Central vendió US\$205.9 millones y compró US\$106.2 millones, lo que, en términos netos, implicó ventas en el mercado cambiario por US\$99.7 millones, reflejando una participación significativamente baja (0.65% de ventas y 0.34% de compras) respecto del volumen total negociado en el mercado institucional de divisas.

En cuanto a la política fiscal, en 2012 el Congreso de la República aprobó diversas leyes que introdujeron reformas a los principales impuestos del sistema tributario guatemalteco, con el objeto de fortalecer la capacidad recaudadora del Estado y cuyo mayor impacto se prevé a partir de 2013 (alrededor de 1.1% del PIB), de conformidad con las estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas y de la Superintendencia de Administración Tributaria. El referido ministerio señala que el déficit fiscal para 2012 se ubicaría en 2.2% del PIB, menor al previsto en el presupuesto vigente (2.6% del PIB), así como al registrado el año anterior (2.8% del PIB), el cual fue financiado, principalmente, con recursos de préstamos de organismos financieros internacionales y con la colocación del Eurobono, ya comentada. Como resultado de los desembolsos y amortizaciones de deuda efectuadas en el presente año, el nivel de deuda pública ascendería a Q97,218.8 millones, alrededor de 25.0% del PIB. Vale subrayar que la política fiscal tendrá que afrontar nuevos retos el próximo año, de concretarse una iniciativa que dispone el pago de acreedores del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda y del Fondo Nacional para la Paz, así como por los gastos para el programa de reconstrucción derivado de los daños causados por el terremoto ocurrido en el occidente del país el 7 de noviembre de 2012.

III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ENTORNO EXTERNO

Durante 2012, el desempeño de la actividad económica mundial ha sido positivo, aunque las perspectivas de cierre son menos favorables con relación a las expectativas que se tenían a inicios de año, debido a la intensificación de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, a la situación fiscal en los Estados Unidos de América y al temor de un “aterrizaje forzoso” en la República Popular China. La información más reciente denota que, luego de la adopción de medidas de estímulo fiscal y monetario, dichas perspectivas de cierre siguen siendo positivas (3.3%), en virtud de que el temor de un “precipicio fiscal” en los Estados Unidos de América y una desaceleración económica mayor a la esperada en la República Popular China han disminuido. Sin embargo, no se han eliminado los riesgos a la baja, particularmente si se toma en cuenta que la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro es una situación que, si bien se ha atendido por parte de las autoridades de esa región, todavía es un problema que afecta a la economía mundial.

Por su parte, las economías emergentes, estarían registrando, a pesar de un entorno externo desfavorable, tasas de crecimiento muy superiores a las de las economías avanzadas, aunque a un ritmo más moderado que en 2011, por lo que seguirían constituyéndose en el principal motor para el crecimiento mundial durante 2012.

El primer semestre del año estuvo dominado por expectativas de un mejor desempeño económico y de una reducida volatilidad en los mercados financieros, ello resultado de la implementación, principalmente en las economías avanzadas, de medidas estructurales, fiscales y monetarias, así como por el crecimiento en la actividad económica de los Estados Unidos de América y el comportamiento de la demanda interna en la mayoría de las economías con mercados emergentes y en desarrollo. En la Zona del Euro, influyó en buena medida, la negociación del canje de deuda entre el Gobierno de Grecia y sus acreedores privados, el segundo paquete de ayuda financiera recibido por dicho país y el estímulo monetario implementado por el Banco Central Europeo.

En el segundo semestre resurgieron nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros generados por la intensificación de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, la moderación del crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, lo que afectó la confianza de los consumidores y de los empresarios. En el caso de la Zona del Euro, la intensificación de la crisis económica y financiera estuvo asociada, entre otros aspectos, a los resultados del proceso electoral en Grecia y su potencial salida de la unión monetaria, a la frágil posición de la banca española y al retraso en la implementación de medidas concretas para resolver la

crisis, lo cual exacerbó las expectativas de contagio de la crisis de deuda soberana a las economías más grandes de la región, así como a la posibilidad de que Portugal e Irlanda solicitaran un segundo programa de ayuda financiera, generando una fuerte crisis de confianza en los mercados financieros locales e internacionales, evidenciando las debilidades del sector bancario a nivel mundial³. Además, aumentó la aversión al riesgo a nivel mundial, revirtiendo la evolución positiva observada en los mercados de deuda, de dinero, cambiarios y bursátiles, lo que incidió en mayores niveles de incertidumbre sobre la capacidad de pago de algunas de las economías de dicha zona, particularmente Italia y España. Asimismo, las medidas de austeridad fiscal adoptadas en la Zona del Euro, afectaron no sólo las perspectivas económicas de sus propios países, sino también de toda la Unión Europea, aspecto que, a criterio de varios organismos financieros internacionales, generó un círculo vicioso, dado que al afectar las perspectivas de crecimiento y empleo, también hizo más difícil el ajuste fiscal y la restauración de la confianza de los consumidores y empresarios.

En general, la situación en la Zona del Euro continuó siendo frágil, dado que las expectativas se exacerbaban rápidamente ante cualquier acontecimiento de naturaleza económica o política. En noviembre, por ejemplo, los mercados financieros registraron episodios de volatilidad, ante la falta de consenso entre las autoridades de la Zona del Euro con relación al tercer desembolso de ayuda financiera a Grecia por parte de la *Troika* y al acuerdo entre prestamistas internacionales y dicho país para reducir su nivel de deuda y más recientemente, el anuncio del Fondo Monetario Internacional y de los Ministros de Finanzas de la Zona del Euro de brindar asistencia financiera a Grecia por un monto de €43,700 millones, descartó el temor de una cesación de pagos de dicho país o su eventual salida de la unión monetaria.

En el caso de los Estados Unidos de América, la actividad económica ha venido recuperándose gradualmente, especialmente en el mercado inmobiliario, a pesar de que existe la incertidumbre entre empresarios y consumidores sobre los efectos económicos del denominado “precipicio fiscal” para 2013⁴, así como por la disminución de la demanda externa, aunque la mayoría de analistas y expertos internacionales consideran que la probabilidad de ocurrencia de dicho evento es muy baja. El empleo

³ La agencia calificadora *Moody's Investors Service*, en junio revisó a la baja las calificaciones crediticias de 15 de las principales instituciones bancarias a nivel mundial, como consecuencia de los altos niveles de incertidumbre sobre la estabilidad del sistema financiero global y su exposición a la volatilidad y al riesgo de fuertes pérdidas en los mercados de capitales.

⁴ Se refiere al efecto que ocasionaría, a partir del 1 de enero, una serie de disposiciones orientadas a: i) eliminar algunas de las exenciones fiscales aprobadas en la administración Bush; ii) aumentar impuestos, entre ellos, el impuesto sobre la renta (equivalente a un incremento, entre 3 y 5 puntos porcentuales en la escala de 10.0% a 35.0%) y el impuesto a las ganancias de capital y dividendos, que pasaría de 15.0% a 20.0%; y iii) recortes al presupuesto federal, principalmente del Departamento de Defensa y del programa de asistencia social Medicare. De acuerdo con estimaciones de la Oficina de Presupuesto, la vigencia de dichas disposiciones implicaría, según dicha oficina, que la actividad económica del país se contraería en 0.5% y elevaría la tasa de desempleo a 9.1%.

constituye un factor clave para que la economía estadounidense termine de recuperarse, es por ello que la Reserva Federal ha implementado varios programas de estímulo monetario enfocados a promover una recuperación económica más sólida, mediante la mejora de las condiciones en el mercado laboral. En septiembre anunció compras mensuales de US\$40,000 millones en activos respaldados por hipotecas (principalmente emisiones nuevas), programa que a diferencia de los anteriores no fija un límite a dichas compras ni establece una fecha de vencimiento, en virtud de que se suspenderá hasta que las condiciones en el mercado laboral mejoren. De hecho, la Reserva Federal ha destacado que actualmente el nivel de desempleo se ubica por arriba de su valor normal de largo plazo (6.0%). Más recientemente, en diciembre anunció la ampliación a su programa de estímulo monetario conocido como *Quantitative Easing 3*, el cual establece que cuando la tasa de desempleo se ubique por debajo de 6.5% habrá cambios en la tasa de interés de política, a la vez que sustituyó la operación *Twist* que había estado vigente desde noviembre de 2010, por un nuevo programa de compra de Bonos del Tesoro a largo plazo, el cual iniciaría con un monto de US\$45.0 miles de millones mensuales, buscando apoyar el acceso a mejores condiciones crediticias para la inversión y el consumo.

En lo que respecta al mercado inmobiliario, éste ha venido fortaleciéndose en un ambiente de recuperación de la confianza por parte de los constructores, según lo evidencia el aumento en las ventas de viviendas existentes y, en menor medida, de viviendas nuevas, en un contexto en el que se mantienen tasas de interés de largo plazo históricamente bajas. Sin embargo, los altos niveles de desempleo, el proceso de desapalancamiento de los hogares y la pérdida de riqueza de las familias, ha dificultado la recuperación del sector inmobiliario y, por ende, su contribución en la actividad económica estadounidense.

La falta de un consenso político respecto a las medidas para una consolidación fiscal de mediano y largo plazos de la economía estadounidense, ha contribuido a la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales, dado que un ajuste desordenado en ese ámbito podría provocar una desaceleración más allá de la prevista en el crecimiento de dicha economía, con efectos negativos globales, dados sus fuertes vínculos comerciales y financieros a nivel mundial.

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO																						
Política Monetaria ^{1/}			Política Fiscal		Producto Interno Bruto Trimestral: Tasa de Variación Interanual 2011-2012																	
ECONOMÍAS AVANZADAS																						
Estados Unidos de América	Ene	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.25%.	Ene	Aseguró que mantendría dicho nivel al menos hasta 2014.	Ene	La Cámara de Representantes rechaza la propuesta del Presidente Obama de extender los beneficios fiscales.																
	Jun	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.25%.	Jun	Implementó el programa para ampliar el vencimiento promedio de sus tenencias de valores, "Operación Twist", con el objetivo de reducir las tasas de interés de largo plazo de la deuda soberana y flexibilizar las condiciones crediticias.	Ago	La Oficina de Presupuesto del Congreso estima que la política fiscal prevista para 2013 contraerá en 0.5% la actividad económica del país y elevaría la tasa de desempleo a 9.1%.																
	Sep	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.25%.	Sep	Inició nuevamente la compra de activos respaldados por hipotecas; sin embargo, a diferencia de las medidas anteriores no se especificó un plazo máximo de compra y de duración, dado que estará sujeto al desempeño favorable del mercado laboral.	Nov	El Presidente Obama comienza nuevamente las negociaciones para evitar el "precipicio fiscal" para 2013.																
	Oct	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.25%.	Oct	Aseguró que mantendría dicho nivel al menos hasta 2015.																		
	Dic	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.25%, mientras la tasa de desempleo se ubique por arriba de 6.5%.	Dic	Anunció la sustitución del programa para extender el vencimiento promedio de sus tenencias de Bonos del Tesoro "Operación Twist", que expira a finales de 2012, por un nuevo programa de compra de Bonos del Tesoro a largo plazo, el cual iniciaría con un monto de US\$45.0 miles de millones mensuales.																		
<table border="1"> <caption>Estados Unidos de América: Tasa de Variación Interanual del PIB</caption> <tr><th>Trimestre</th><td>1T11</td><td>2T11</td><td>3T11</td><td>4T11</td><td>1T12</td><td>2T12</td><td>3T12</td></tr> <tr><th>Tasa (%)</th><td>1.8</td><td>1.9</td><td>1.6</td><td>2.0</td><td>2.4</td><td>2.1</td><td>2.5</td></tr> </table>							Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	Tasa (%)	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.5
Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12															
Tasa (%)	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.5															
Zona del Euro	Jul	Reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés de la política monetaria, para ubicarla en 0.75%.	Jun	Revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento económico para 2012.	Feb	El segundo programa de ayuda financiera a Grecia es aprobado, lo que permitió el canje de deuda con acreedores privados.																
			Jul	Se crea el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).																		
			Mar	Se acuerda la extensión del monto y del plazo de vigencia de las líneas de provisión de liquidez de corto plazo en dólares y la oferta de préstamos a mediano plazo a las entidades financieras.	Mar	Los Ministros de Finanzas de la Unión Europea acordaron aumentar el monto de recursos prestables del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad de €500.0 m.m. a €700.0 m.m.																
			Ago	Se incrementó la tasa de requerimientos de capital para el sistema bancario de la región a 10.0%.	Mar	Se acordó la unificación de criterios fiscales más estrictos, entre ellos, un límite de déficit fiscal estructural para cada país de 0.5% del PIB. Dichos criterios también requieren mantener un nivel de deuda con relación al PIB que no supere el 60.0%.																
			Jul	Aporte de US\$240.1 mm al capital del FMI para brindar asistencia crediticia adicional a sus miembros.	Jul	El Eurogrupo aprueba el programa de ayuda financiera para el sistema bancario español.																
		Oct	Se acuerda habilitar el fondo de rescate permanente denominado, Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera a los gobiernos con déficit fiscal. El MEDE absorberá las funciones del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF).	Nov	El Eurogrupo y el FMI aprueban el desembolso a Grecia por €43.7 mm.																	
<table border="1"> <caption>Zona del Euro: Tasa de Variación Interanual del PIB</caption> <tr><th>Trimestre</th><td>1T11</td><td>2T11</td><td>3T11</td><td>4T11</td><td>1T12</td><td>2T12</td><td>3T12</td></tr> <tr><th>Tasa (%)</th><td>2.4</td><td>1.6</td><td>1.3</td><td>0.6</td><td>0.0</td><td>-0.4</td><td>-0.6</td></tr> </table>							Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	Tasa (%)	2.4	1.6	1.3	0.6	0.0	-0.4	-0.6
Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12															
Tasa (%)	2.4	1.6	1.3	0.6	0.0	-0.4	-0.6															
Japón	Al 30 de noviembre de 2012	Mantener el rango de la tasa de interés de 0.0% a 0.1%	Feb	Amplió el monto del programa para la compra de activos en ¥10.0 billones, destinados a la adquisición de bonos del Gobierno.	Oct	Plan de estímulo económico por US\$5.3 mm, el cual comprende subsidios y exenciones impositivas.																
			Mar	Amplió las medidas de concesión de fondos para el fortalecimiento de las bases del crecimiento económico en ¥2.0 billones.	Nov	Segundo plan de estímulo económico por US\$10.7 mm, con el objetivo de crear nuevos puestos de trabajo, brindar soporte financiero al sector empresarial y a mejorar la infraestructura del país, con el fin de impulsar la actividad económica.																
			May	Mantuvo el programa de estímulos monetarios en ¥40.0 billones (US\$500.0 millardos) y el programa de préstamos de activos en ¥35.0 billones (US\$437.0 millardos).																		
			Oct	Incrementó sus compras de activos y el programa de préstamos en ¥11.0 billones, con lo cual se alcanzará el monto de ¥91.0 billones.																		
			Oct	Implementó un nuevo plan que ofrecerá al sistema bancario montos ilimitados de fondos a largo plazo a bajas tasas de interés.																		
<table border="1"> <caption>Japón: Tasa de Variación Interanual del PIB</caption> <tr><th>Trimestre</th><td>1T11</td><td>2T11</td><td>3T11</td><td>4T11</td><td>1T12</td><td>2T12</td><td>3T12</td></tr> <tr><th>Tasa (%)</th><td>0.0</td><td>-1.7</td><td>-0.6</td><td>-0.6</td><td>2.7</td><td>3.4</td><td>0.2</td></tr> </table>							Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	Tasa (%)	0.0	-1.7	-0.6	-0.6	2.7	3.4	0.2
Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12															
Tasa (%)	0.0	-1.7	-0.6	-0.6	2.7	3.4	0.2															
Reino Unido	Al 30 de noviembre de 2012	Mantener la tasa de interés de política monetaria en 0.50%	Feb	Amplió en £50.0 mm su Programa de Compra de Activos.																		
			Jul	Amplió en £50.0 mm, por segunda ocasión en el año, su Programa de Compra de Activos.																		
<table border="1"> <caption>Reino Unido: Tasa de Variación Interanual del PIB</caption> <tr><th>Trimestre</th><td>1T11</td><td>2T11</td><td>3T11</td><td>4T11</td><td>1T12</td><td>2T12</td><td>3T12</td></tr> <tr><th>Tasa (%)</th><td>1.4</td><td>0.7</td><td>0.7</td><td>0.7</td><td>-0.1</td><td>-0.5</td><td>-0.1</td></tr> </table>							Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	Tasa (%)	1.4	0.7	0.7	0.7	-0.1	-0.5	-0.1
Trimestre	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12															
Tasa (%)	1.4	0.7	0.7	0.7	-0.1	-0.5	-0.1															

^{1/} Se refiere a las decisiones de los bancos centrales sobre la tasa de interés de política monetaria y a las medidas no convencionales implementadas.
Nota: mm = Miles de Millones
Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales.

Por su parte, las economías emergentes, al registrar tasas de crecimiento superiores a las de las economías avanzadas que, aunque ocurrieron a un ritmo más moderado que el de 2011, continuaron siendo el principal motor para el crecimiento mundial durante 2012. En efecto, el FMI proyecta que dichas economías crecerían en conjunto 5.3%. Para las economías de Asia, el FMI prevé que la actividad económica en 2012 registrará un crecimiento de 5.4% (5.8% en 2011), lo que permitirá continuar liderando el crecimiento mundial, aunque con significativas diferencias entre países y regiones, en virtud de que la República Popular China, India, Indonesia, Corea, Taiwán y Tailandia dinamizarán sus economías, mientras que en algunos países en desarrollo de Asia se estaría moderando. En el caso de la República Popular China, en 2012 su crecimiento se desaceleró respecto al de 2011, al pasar de 9.2% a 7.8%, explicado por la ralentización observada en el sector externo, resultado de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de sus principales socios comerciales y por el aumento en la incertidumbre sobre la evolución económica a nivel mundial. En el caso de India, la economía estaría registrando en 2012 un nivel de 4.9% (6.8% en 2011) debido a un deterioro de la confianza empresarial y una marcada depreciación de su moneda (Rupia), aunque se anticipa un crecimiento mayor para 2013 (6.0%), ello debido a que la demanda interna estaría compensando, en parte, la disminución en la demanda externa.

En cuanto a América Latina, ésta mantuvo la tendencia a la recuperación iniciada desde 2010, aunque moderó su crecimiento económico, ante el menor dinamismo del comercio internacional, asociado a la desaceleración y la incertidumbre en las economías avanzadas, lo que afectó los precios internacionales de la mayoría de los principales productos de exportación de la región y por la menor demanda externa, particularmente de Europa. Ello deterioró los términos de intercambio y amplió, aunque moderadamente, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de algunos países, como consecuencia del deterioro de la balanza comercial. El crecimiento económico de América Latina para 2012 se estima en 3.2% (4.5% en 2011), reflejando una tendencia a la moderación ante el menor dinamismo del comercio internacional, el cual se ha visto afectado tanto por la disminución en los precios internacionales de la mayoría de los principales productos de exportación, como por la disminución en la demanda externa, particularmente la proveniente de Europa y Asia; aunque dicho crecimiento se mantiene alrededor del promedio de los últimos 20 años (3.3%), apoyado por el mejor desempeño del consumo privado ante condiciones favorables en sus mercados laborales, por la expansión del crédito bancario y, en algunos casos, como el de Centroamérica, por la recuperación del crecimiento del ingreso de divisas por remesas familiares. A diferencia de otras regiones, América Latina no ha perdido el acceso a los mercados financieros internacionales, evidenciando la capacidad

de las autoridades para enfrentar el deterioro del entorno internacional y mantener los márgenes de maniobra de sus políticas monetarias, aprovechando la moderación de las presiones inflacionarias. Vale destacar que Brasil, dados sus vínculos comerciales y financieros, desde 2011 ha sido severamente afectado por la crisis europea y por la desaceleración de la economía china, por lo que en 2012 su crecimiento sería de 1.5% (2.7% en 2011 y 7.5% en 2010), aunque se anticipa que, como resultado de las medidas de estímulo monetario y fiscal y de la recuperación de la economía china, en 2013 el crecimiento económico se eleve a 4.0%.

De acuerdo con algunos organismos internacionales, varias economías emergentes y en desarrollo han mantenido un buen desempeño económico, luego de la crisis económica y financiera de 2008-2009; no obstante, cuestionan si esa fortaleza perdurará. Señalan que a pesar de que existen razones para ser optimista; entre ellas, la aplicación de mejores políticas económicas y el mayor margen de maniobra para responder a los choques externos, los factores que han contribuido a este mejor desempeño, como las fuertes afluencias de capital, la rápida expansión del crédito y el elevado nivel de precios de las materias primas (en el caso de los países que son exportadores netos) pueden revertirse repentinamente.

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO						
Política Monetaria ^{1/}			Política Fiscal		Producto Interno Bruto Trimestral: Tasa de Variación Interanual 2011-2012	
República Popular China	May	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de reservas obligatorias (tasa de encaje).	May	Ampliación del margen de fluctuación de la banda de flotación del tipo de cambio nominal del yuan respecto del dólar de los Estados Unidos de América.		
	Jul	Reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, ubicándola en 6.31%.	Jun	Reducción del piso de las tasas de interés de préstamos.		
		Reducir la tasa de interés de política monetaria en 31 puntos básicos, ubicándola en 6.00%.		May Subsidios para promover la venta de electrodomésticos ahorradores de energía. Aprobación de grandes proyectos de inversión de infraestructura, salud, tecnología, medio ambiente y energía.		
Brasil	Mar	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 9.75%.				
	Abr	Reducir en 75 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 9.00%.				
	May	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 8.50%.				
	Jul	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 8.00%.				
	Ago	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 7.50%.				
	Oct	Reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria (Selic) a 7.25%.				
Colombia	Feb	Reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 5.00%				
	Jul	Reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 4.50%				
Chile	Al 30 de Nov. de 2012	Mantener la tasa de interés de política monetaria en 5.00%				
México	Al 30 de Nov. de 2012	Mantener la tasa de interés de política monetaria en 4.50%				
Perú	Al 30 de Nov. de 2012	Mantener la tasa de interés de política monetaria en 4.25%				

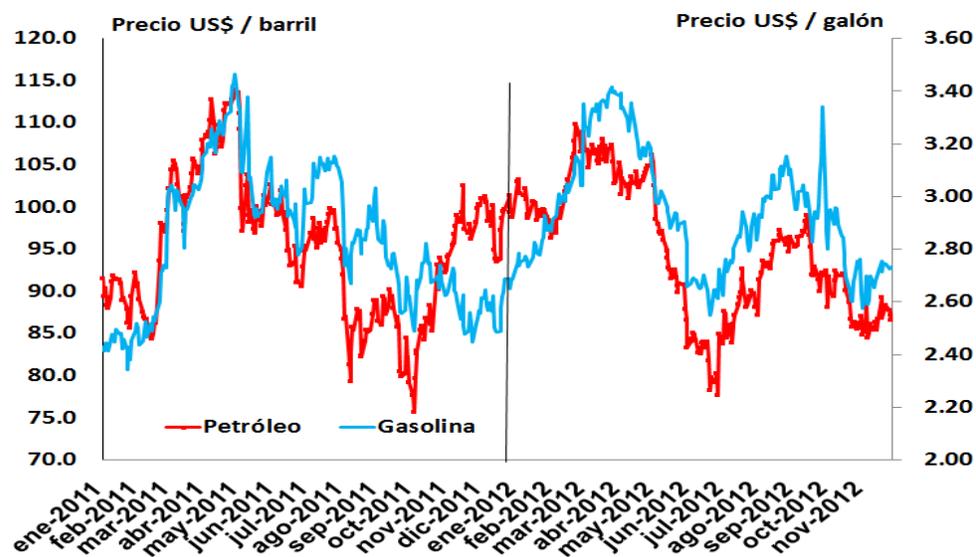
^{1/} Se refiere a las decisiones de los bancos centrales sobre la tasa de interés de política monetaria y a las medidas no convencionales implementadas.
 Nota: mm = Miles de Millones
 Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales.

La volatilidad en los precios internacionales de las materias primas durante 2012 ha sido reflejo de la incertidumbre que prevalece a nivel mundial. Si bien los países exportadores netos se han beneficiado de los periodos de alza en los precios, los países importadores netos de estas materias primas se ven afectados porque los incrementos en los precios de los productos básicos tienden a tener efectos más profundos y duraderos sobre la inflación en estas economías donde el gasto en alimentos representa una alta proporción de los ingresos de los hogares y donde las expectativas de inflación no están firmemente ancladas, respecto de aquellas donde el gasto de alimentos tiene un peso relativo menor, y por el deterioro en los términos de intercambio.

Durante 2012, el comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas estuvo asociado a factores de oferta y demanda. En el caso del precio internacional del petróleo, entre los factores de oferta destacan los inconvenientes en las plataformas de extracción de petróleo ubicadas en el Mar del Norte (Europa), debido a factores climáticos que afectaron la infraestructura; similar situación se dio en la región del Golfo de México, lo cual obligó a la suspensión temporal de las actividades extractivas y generó presiones hacia el alza en el precio del crudo. Adicionalmente, los conflictos geopolíticos en Siria e Irán y, recientemente, la intensificación del conflicto bélico entre Israel y Palestina incrementaron la expectativa de una posible interrupción en los suministros provenientes de Oriente Medio, con el consiguiente efecto en el precio del petróleo. Entre los factores de demanda habría influido, principalmente, la demanda de las economías emergentes, a pesar de la incertidumbre que moderó su ritmo de crecimiento.

Gráfica 1

Precio Internacional del Petróleo y Gasolina (1)
(US dólares por barril y galón)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre.
Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los derivados del petróleo, particularmente la gasolina, la oferta en el mercado mundial ha sido afectada por el mantenimiento no planificado en diversas refinerías alrededor del mundo, principalmente en los Estados Unidos de América. Asimismo, la cuarta refinería a nivel mundial, ubicada en Venezuela, redujo significativamente su nivel de producción por los daños ocasionados en su infraestructura provocados por un incendio. En Adición, los factores climáticos también han afectado el proceso de refinamiento, ya que en el Golfo de México el paso del huracán *Isaac* a finales de agosto, obligó al cierre temporal de más de 90.0% de las plataformas en dicha región y, recientemente, el huracán *Sandy* ocasionó el cierre temporal de algunas refinerías en la costa este de los Estados Unidos de América. La combinación de los factores citados habría incidido en que los precios de la gasolina registraran un comportamiento volátil a lo largo del año, observándose un precio promedio para 2012 de US\$2.92 por galón, ligeramente superior al promedio del año previo (US\$2.83 por galón).

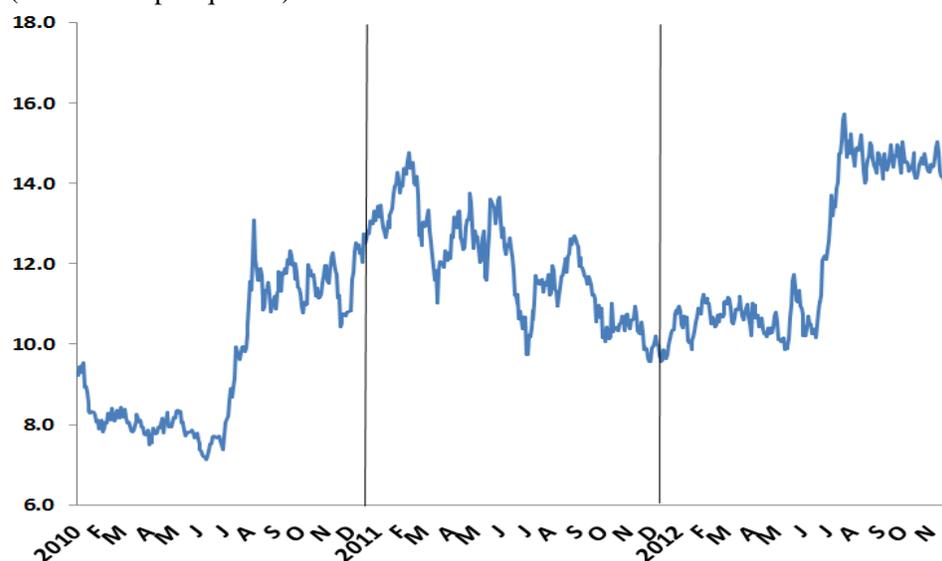
Respecto de la demanda mundial del citado refinado de petróleo, ésta registró un ligero incremento asociado al aumento en la demanda de las economías emergentes, principalmente de la República Popular China y de América Latina, en donde ha mejorado el ingreso, mientras que en el caso de las economías industrializadas la demanda ha sido similar a la del año previo, a pesar de la

desaceleración económica observada en dichas economías, lo cual provocó que la demanda superara a la oferta, brecha que tuvo que ser cubierta con inventarios y, por tanto, presionó el precio al alza. Luego de la normalización en la producción de las refinerías y las expectativas sobre el desempeño de la economía mundial, el precio se ha estabilizado.

En lo que respecta al precio internacional del trigo, éste se incrementó principalmente durante el segundo semestre del año, atribuido a problemas en la producción mundial que resultó en una disminución de la cosecha, como resultado de la sustitución de cultivos y por las sequías que afectaron las zonas productoras en los Estados Unidos de América, los países miembros de la antigua Unión Soviética y América del Sur. En esas condiciones la demanda superó la oferta, lo que afectó el nivel de los inventarios.

Gráfica 2

Precio Internacional del Trigo (1)
(US dólares por quintal)



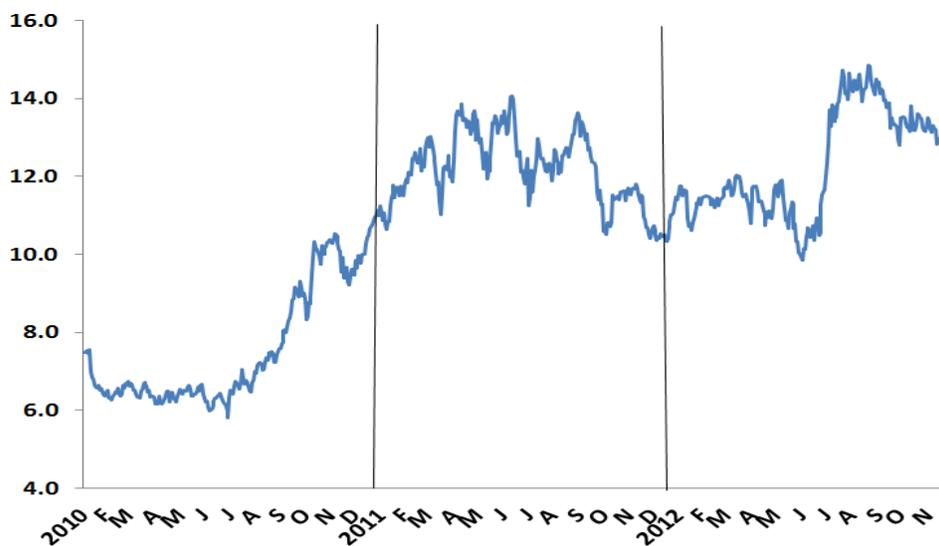
(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de noviembre.
Fuente: Bloomberg.

En el caso del precio internacional del maíz, también mostró una importante alza durante el segundo semestre del año, la cual, al igual que el trigo se atribuye, principalmente, a factores de oferta. No obstante, se anticipó un incremento en las áreas de siembra y se previó una producción récord a nivel mundial; factores climáticos (sequías) afectaron, especialmente, las principales áreas de siembra en los Estados Unidos de América y algunos países de América del Sur, provocando

importantes daños a la producción y una merma en las estimaciones de producción, lo que a su vez implicó una reducción en el nivel de los inventarios y, por consiguiente, incidió en las presiones al alza en el precio del grano, los cuales se han mantenido altos desde agosto.

Gráfica 3

Precio Internacional del Maíz (1)
(US dólares por quintal)



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de noviembre.
Fuente: Bloomberg.

Con relación a la inflación a nivel mundial, ésta mostró un comportamiento heterogéneo durante 2012, dado que se registraron niveles moderados para los países avanzados, a pesar del incremento en el precio de los alimentos y de la energía y niveles más altos en el caso de las economías emergentes y en desarrollo. Dicho comportamiento en los países avanzados obedeció, entre otros factores, a que la demanda agregada estuvo contenida, debido principalmente a que el consumo total se mantuvo ralentizado y porque, en algunos casos, los procesos de desapalancamiento fueron muy lentos (especialmente en la Zona del Euro). Asimismo, aunque los precios de los alimentos se mantuvieron altos, su efecto en los precios internos no fue significativo en dichas economías, en parte, debido al poco peso que tienen los alimentos en las canastas básicas. La inflación en los Estados Unidos de América se situó en noviembre en 1.76%; mientras que en la Zona del Euro, Reino Unido y Japón fue en octubre de 2.49%, 2.64% y -0.40%, respectivamente. Se estima que al finalizar el año la inflación para las economías avanzadas, según el FMI, se ubique en 1.9%.

Para los países con economías emergentes, la inflación continuó siendo alta, particularmente en el caso de América Latina, debido en parte a que el efecto traspaso de los precios de los alimentos, principalmente en aquellos países que son importadores netos y en otros países donde el mayor dinamismo de su actividad económica, reflejada en mayores niveles de consumo, provocó mayor inflación. Sin embargo, los niveles de inflación se mantuvieron cercanos a las metas de política monetaria. Se estima que para 2012, la inflación se ubique en 6.1% para las economías emergentes y en desarrollo, mientras que para América Latina se prevé que se sitúe en 6.0%. Vale indicar que algunos países como Chile, Colombia y Perú, han registrado niveles de inflación de alrededor de 3.0%, en tanto que países como Brasil y México alcanzan niveles cercanos a 5.0%. Además, sobresalen las inflaciones de Venezuela y Argentina, que se han ubicado en dos dígitos.

Ante el complejo escenario externo descrito, los bancos centrales alrededor del mundo han adoptado medidas de política monetaria congruentes con los espacios y necesidades de cada país. En las economías avanzadas, la política monetaria mantuvo un sesgo expansivo, con tasas de interés que permanecen en niveles históricamente bajos. En adición, los bancos centrales de Japón, Reino Unido, Zona del Euro y los Estados Unidos de América se han enfocado en proveer recursos monetarios a sus sistemas financieros, con el objeto de disminuir las restricciones de liquidez y reactivar el crédito interno. En cambio, las autoridades monetarias en la mayoría de los países emergentes han mantenido una política monetaria más cautelosa, dada la incertidumbre prevaleciente sobre el desempeño económico mundial, aprovechando la moderación en el crecimiento de sus precios internos y reservando los espacios de política monetaria en el caso de llegar a materializarse los riesgos a la baja en la actividad económica de las economías avanzadas. En efecto, durante 2012 varios países decidieron no realizar cambios a sus tasas de interés de política monetaria; sin embargo, aquéllos que las redujeron tomaron en consideración la evolución de sus precios internos y sus pronósticos de mediano plazo, así como un mayor margen de maniobra por las expectativas inflacionarias relativamente contenidas. En América Latina, de conformidad con un estudio reciente publicado por el Fondo Monetario Internacional⁵, relativo a las tasas de interés neutrales⁶, en países como Chile, Colombia y Perú, se concluye que las tasas de interés de política monetaria en términos reales se encuentran cercanas a su nivel neutral; mientras que en Brasil, México, Costa Rica, Guatemala y

⁵ Nicolas E. Magud y Evridiki Tsounta (2012). "To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America". Working Paper 12/243, IMF October.

⁶ De acuerdo con Magud y Tsounta, la tasa de interés real neutral es la tasa de interés compatible con una situación de estabilidad de precios y cierre de la brecha del producto en un horizonte de mediano plazo.

República Dominicana, dichas tasas son inferiores a la tasa de interés neutral, evidenciando una política monetaria acomodaticia.

En otros casos las autoridades han promovido modificaciones a la estructura de los sistemas financieros, con el objetivo de asegurar su solidez y solvencia, incluyendo reformas fiscales y estructurales, particularmente en la Zona del Euro, como parte de los esfuerzos para alcanzar una recuperación del crecimiento económico sobre la base de sistemas financieros fortalecidos.

En conclusión, en 2012 se estima que el crecimiento económico mundial alcanzaría un 3.3%, en un escenario de riesgos a la baja, principalmente por la prevalencia de dos factores: la intensificación en las tensiones fiscales en la Zona del Euro, ante una contracción económica y altos niveles de desempleo; y la necesidad de acuerdos políticos en los Estados Unidos de América a fin de evitar un sobreajuste fiscal en 2013 (precipicio fiscal), debido a que en el corto plazo podría generar una contracción económica en dicho país, con efectos nocivos para la economía global, aunque contribuiría a la consolidación fiscal del país en el mediano plazo, con los consiguientes efectos en el crecimiento económico sostenido.

A pesar de ese escenario complejo, para 2013, varios organismos internacionales coinciden en que el crecimiento mundial sería de 3.6%, superior al de 2012. En las economías de mercados emergentes y países en desarrollo, el ritmo de expansión recobraría su dinamismo, ante los efectos rezagados de las medidas de apoyo al crecimiento económico implementadas a lo largo de 2012; mientras que en las economías avanzadas el crecimiento de la actividad económica continuaría ralentizado particularmente en la Zona del Euro y se mantendría más dinámico en el Reino Unido.

B. ENTORNO INTERNO

1. Actividad económica

El ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto en términos reales, se situaría en 2012 en 3.0%, menor al 4.1% del año previo, comportamiento que ha estado influenciado por una desaceleración en el crecimiento económico a nivel mundial y particularmente de los principales socios comerciales del país y que se ha visto reflejado en una disminución en el valor de las exportaciones e importaciones, aunque en términos reales estarían creciendo 1.6% y 3.4%, respectivamente. Este ritmo de crecimiento refleja un mayor dinamismo de la demanda interna, principalmente por el consumo privado que estaría creciendo 3.0%, apoyado por una mejora en el salario medio, una baja inflación y un aumento de las remesas familiares. El gasto de consumo del gobierno general, también registraría un crecimiento moderado. Por su parte, la

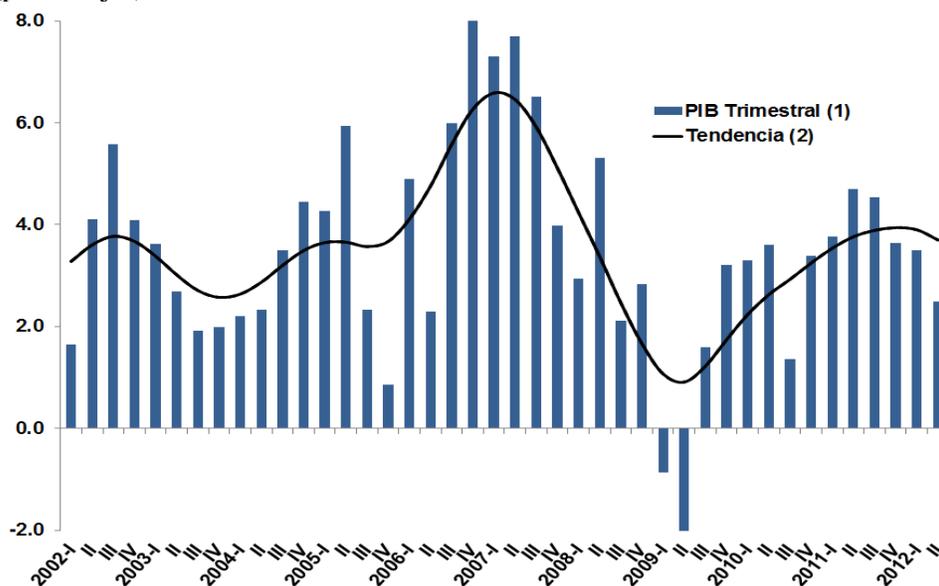
inversión en el segundo trimestre de 2012 registró un comportamiento menos dinámico al observado en el mismo periodo del año anterior, asociado a la caída que registró, en términos reales, la inversión en construcción pública, la cual contrarrestó el mayor dinamismo observado por la inversión en bienes de capital de origen importado, principalmente de maquinaria y equipo destinada para las actividades agrícola y de transporte.

Por el lado del origen de la producción, destaca el moderado dinamismo de los sectores agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; industria manufacturera; suministro de electricidad y captación de agua; comercio al por mayor y menor; servicios privados; y administración pública y defensa, que explican más de la mitad del PIB.

Con relación a la evolución del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a octubre, ésta continúa dinámica y el crédito bancario al sector privado crece a un ritmo superior al estimado a principios de año.

Gráfica 4

Producto Interno Bruto Trimestral
(porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Tendencia calculada con base en el filtro de *Hodrick-Prescott*.

Fuente: Banco de Guatemala.

Aunque las expectativas de los agentes económicos sobre el desenvolvimiento de la actividad económica continúan siendo favorables, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) se ha moderado respecto del observado a principios de año, al situarse en 59.22% a noviembre,

indicando los encuestados que en su opinión, los factores que inciden en dicho comportamiento son el desempeño de la política fiscal, la estabilidad en el nivel general de precios, la evolución en los precios de los combustibles, la estabilidad en el tipo de cambio nominal y el comportamiento del precio internacional del petróleo.

RECUADRO 1
ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DEL TERREMOTO DE NOVIEMBRE DE 2012

El 7 de noviembre de 2012, la zona sur occidental del país fue afectada por un terremoto que alcanzó una magnitud de 7.2 grados en la escala de Richter, cuyo epicentro se registró en las costas del departamento de Retalhuleu. A solicitud del Gobierno de la República, una misión multidisciplinaria, liderada por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), realizó una evaluación de daños y pérdidas ocasionadas por dicho fenómeno. En ese sentido, a continuación se presentan las principales consideraciones sobre la referida evaluación.

a. Principales aspectos metodológicos:

La evaluación contó con el apoyo de la CEPAL, utilizando la metodología desarrollada por la Comunidad Internacional de Evaluación Conjunta Post Desastres (PDNA, por sus siglas en inglés) y el Manual para la Estimación de los Efectos Socioeconómicos de los Desastres Naturales elaborado por la CEPAL.

Estas metodologías buscan cuantificar los daños y las pérdidas por sectores, al definir los daños como aquellos causados por el desastre en el acervo de capital público y privado del país, al ocasionar la destrucción parcial o total de capital en los distintos sectores económicos, sociales, infraestructura y ambiente. En tanto que se considera como pérdidas, la alteración en los flujos que generan producción e ingreso, incluyendo los mayores gastos y costos de diversos tipos, ocasionados por la destrucción.

b. Efectos socioeconómicos:

De acuerdo con información de la Coordinadora Nacional para la Reducción de Desastres (CONRED), el terremoto provocó al menos 44 muertes; 22,516 personas damnificadas; 29,063 viviendas con daños; 33,379 evacuados, de los cuales 6,919 se ubicaron en albergues temporales.

Por su parte, la información del diagnóstico preliminar elaborado por la CEPAL señala que el efecto del fenómeno en la economía del país ascendería a Q1,028.3 millones (equivalente a 0.28% del PIB nominal), mientras que en términos del PIB real el impacto es mínimo, menor a 0.10%, de los cuales Q777.8 millones corresponden a daños (75.6%) y Q250.5 millones a pérdidas (24.4%).

c. Daños y pérdidas en la infraestructura nacional e impacto en el PIB:

De los Q1,028.3 millones, el 50.5% de daños y pérdidas (Q519.1 millones) afectó a la propiedad pública y el 49.5% restante al sector privado, principalmente al de menores ingresos, como grupos sociales vulnerables y pequeños empresarios.

Del total de daños y pérdidas, el 72.4% (Q744.7 millones) afectó el sector social, que incluye vivienda, educación, salud y patrimonio cultural y deportes; el 17.4% (Q179.3 millones) afectó la infraestructura, que comprende transporte, electricidad, agua y saneamiento e infraestructura institucional; el 7.8% (Q79.8 millones) dañó otros sectores; y el 2.4% (Q24.5 millones) afectó los sectores agropecuario y comercio.

De acuerdo con el manual en referencia, las pérdidas en los acervos, computados como daños directos, no se reflejarán en la inversión bruta del año, ya que se trata de la destrucción de activos preexistentes. En ese sentido, los daños causados a la infraestructura del país no afectarán las estimaciones del PIB para 2012, debido a que éste incorpora variables de flujo, mientras que la infraestructura física, por ser un conjunto de bienes producidos en un periodo anterior, forma parte del acervo de capital. Por otra parte, para 2013 se estiman efectos positivos en el PIB, en la medida en que se lleve a cabo el proceso de restauración de activos y dependiendo de las disponibilidades de recursos y de la capacidad de construcción del país, se esperaría un mayor dinamismo en la actividad de la construcción y en aquellas relacionadas con ésta, así como un incremento en la inversión bruta del país.

d. Efectos en las finanzas públicas

Según el Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal permanecerá sin cambios, tanto para 2012 como para 2013, derivado de que el total de fondos destinados a la reconstrucción se obtendrá de una reorientación de préstamos ya existentes y de una reasignación de partidas presupuestarias, lo que no generaría presiones en el déficit público para ambos años.

Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas. Diciembre de 2012.

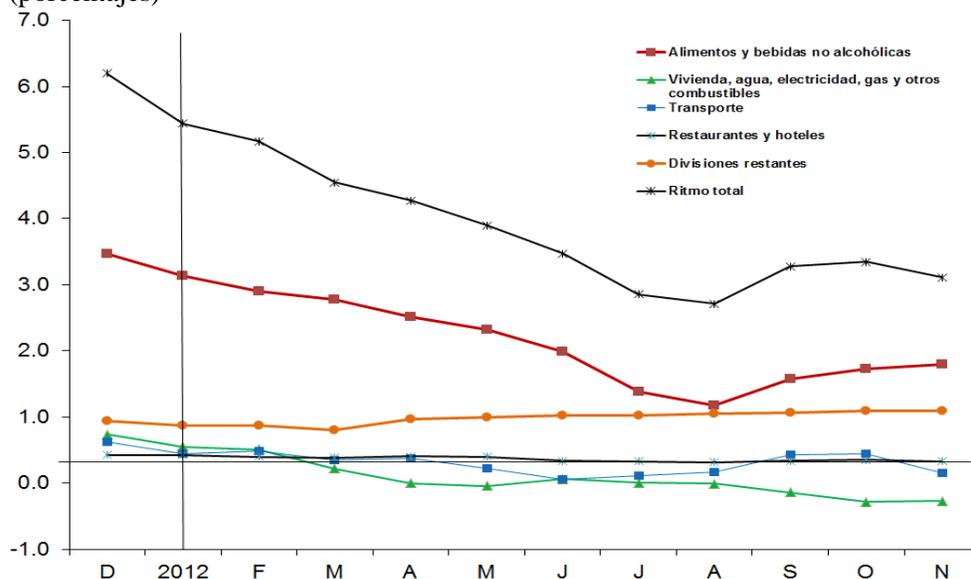
2. Inflación

a) Observada

El comportamiento de la inflación durante 2012 se caracterizó por una desaceleración del ritmo inflacionario total hasta septiembre, congruente con lo que se había estimado, ubicándose en noviembre en 3.11%. La reducción observada en la inflación total se explicó por el comportamiento en la principal división de gasto (Alimentos y bebidas no alcohólicas, cuya ponderación es de 28.75%), la cual presentó una tendencia a la baja en su variación interanual; sin embargo, dentro de la misma división de gasto se observan comportamientos opuestos, ya que gastos básicos como carnes, hortalizas y pan, han presentado crecimientos de precios importantes atribuidos a problemas de oferta, pero han sido neutralizados por las disminuciones en gastos básicos como el maíz blanco y el tomate, siendo este último bien el que ha tenido históricamente una incidencia importante en el comportamiento de la inflación de alimentos. La reducción de precios registrada en la división de alimentos incidió en que la división de gasto de Restaurantes y hoteles (ponderación 9.24%), presentara también una reducción en sus tasas de crecimiento en la mayor parte del presente año.

Gráfica 5

Impacto de las Divisiones de Gasto en el Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2012.

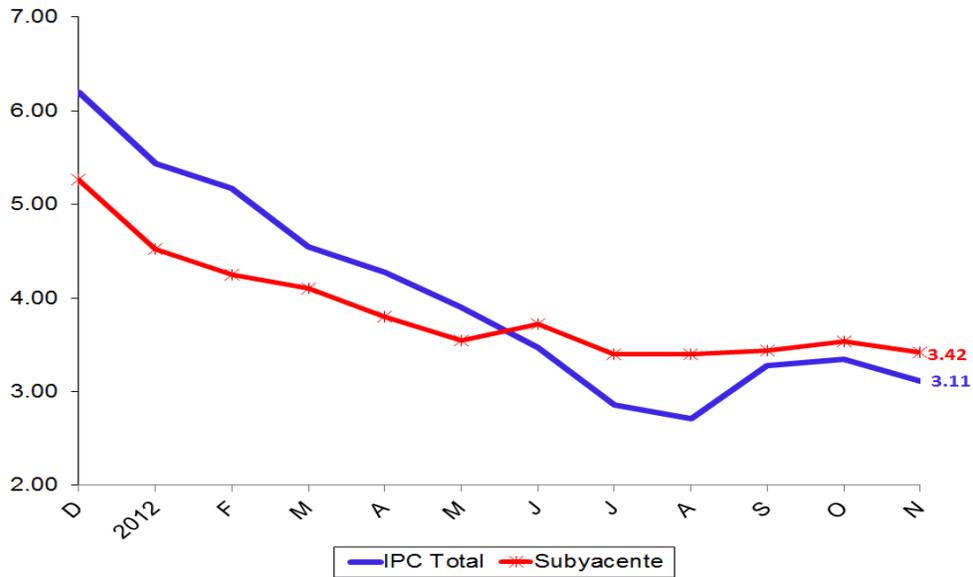
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Otras divisiones de gasto, también han tenido una incidencia importante en la evolución de la inflación total, entre las que destaca Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (ponderación 12.61%), en la cual el Gas propano tuvo un impacto importante, ya que mostró importantes bajas, atribuidas inicialmente a la reducción en el precio internacional del gas natural, el cual es su principal materia prima y, posteriormente, a políticas de comercialización en el mercado interno por parte de las principales empresas distribuidoras en el país, compensando los efectos en el alza de la tarifa del servicio de electricidad registrados en el año. Por su parte, la división de gasto Transporte (ponderación 10.43%), registró una tendencia a la baja hasta agosto, asociada al comportamiento en el precio internacional de las gasolinas y el diésel, bienes que a su vez se explican por la evolución del precio internacional del petróleo.

En lo que respecta a la inflación subyacente, ésta mostró un comportamiento a la baja hasta agosto del presente año (congruente con lo observado en la inflación total). No obstante, cabe subrayar que a partir de junio, la inflación subyacente se ha ubicado por encima del ritmo inflacionario total, evidenciando la existencia de factores claramente transitorios o temporales en el comportamiento reciente de la inflación. Por su parte, la inflación importada, a partir del segundo semestre del presente año, mostró un incremento como resultado de las alzas observadas en los precios internacionales del petróleo y sus productos derivados, del maíz y del trigo; aunque en octubre y noviembre registró una reducción atribuida a la reversión en el precio internacional del petróleo.

Gráfica 6

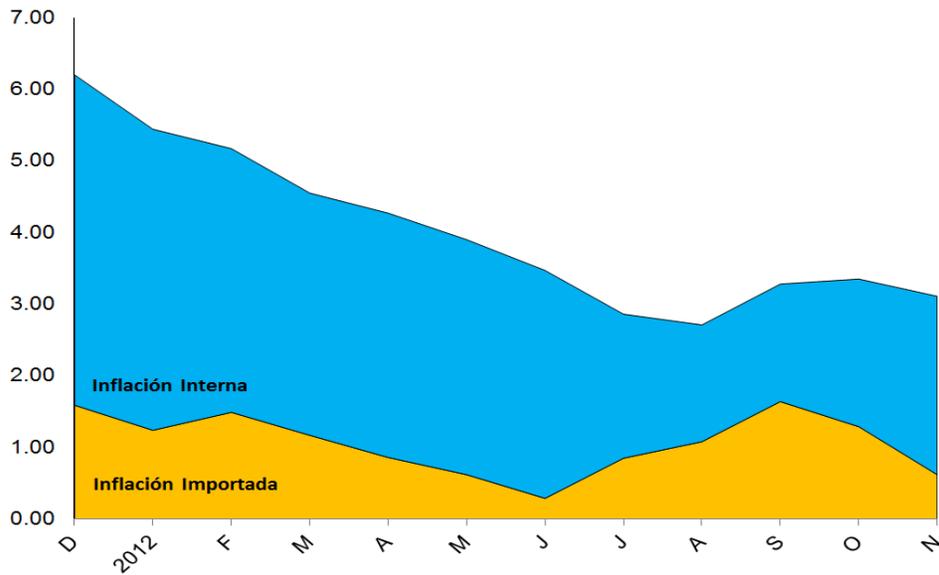
Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2012.
Fuente: INE.

Gráfica 7

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información preliminar a noviembre de 2012.
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

b) Expectativas

Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, que se ubicaban fuera del rango meta de inflación en los primeros meses del año, también fueron reduciéndose conforme la incidencia de los precios internacionales de las materias primas sobre el nivel de precios locales descendía, hasta ubicarse dentro del margen de tolerancia, tanto para diciembre de 2012 como para diciembre de 2013.

3. Tipo de cambio

a) Nominal

En lo que va del presente año el tipo de cambio nominal se ha depreciado en 1.04%, al pasar de Q7.81083 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2011 a Q7.89232 por US\$1.00 el 14 de diciembre de 2012, evidenciando algunos episodios de volatilidad que activaron la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario, realizando a dicha fecha ventas netas por US\$99.7 millones (ventas por US\$205.9 millones y compras por US\$106.2 millones).

b) Real de equilibrio

El tipo de cambio real (TCR) es un indicador que mide la relación entre el valor de una determinada canasta de bienes y servicios valuada a los precios de un país y el valor de la misma canasta valuada a los precios de otros países, expresando todos los precios en una misma unidad de cuenta. Dado que el tipo de cambio real constituye un precio relativo, sus cambios tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva del país; sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y toma en cuenta muchos factores, como son los costos de producción, las rigideces en los mercados, los costos de transporte, entre otros. Por su parte, el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) se define como el tipo de cambio real que, para ciertos valores de sus determinantes fundamentales, permite alcanzar simultáneamente tanto el equilibrio interno como el externo.

En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. En efecto, las estimaciones del TCRE revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, la diferencia entre los valores observados y de equilibrio del TCR, es poco relevante). Al segundo trimestre de 2012, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) se encuentra levemente sobre-apreciado (entre 3.09% y 4.44%), pero dentro del margen de tolerancia establecido

de +/- 1 desviación estándar. Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica, fundamentalmente, por los diferenciales de inflación del país respecto de sus principales socios comerciales, por lo que, el Banco Central busca enfocar sus esfuerzos en el cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual coadyuva a reducir los diferenciales de inflación.

4. Tasas de interés

a) De corto plazo

Las tasas de interés de corto plazo se han ubicado a lo largo del año, en torno a la tasa de interés líder de la política monetaria; es decir, que se mantuvieron en torno al 5.0%. Estudios del FMI para analizar el efecto traspaso de la tasa de interés líder de política monetaria al resto de tasas de la economía para la región centroamericana⁷, destacan que para mejorar la referida transmisión es necesario, entre otros aspectos, el desarrollo del sistema financiero, la independencia y credibilidad del banco central y la eliminación de la dominancia fiscal, dado que supedita la política monetaria a los objetivos de la política fiscal. Por otra parte, altos niveles de dolarización, poca flexibilidad cambiaria y alta concentración bancaria deterioran la transmisión de cambios de la tasa de interés líder de política monetaria hacia otras tasas de interés de la economía. En ese contexto, la evidencia empírica permite inferir que cambios en la tasa de interés líder de Guatemala, se trasladan de inmediato a las tasas de interés de corto plazo, pero demora entre ocho meses y un año, trasladarse al resto de tasas de interés.

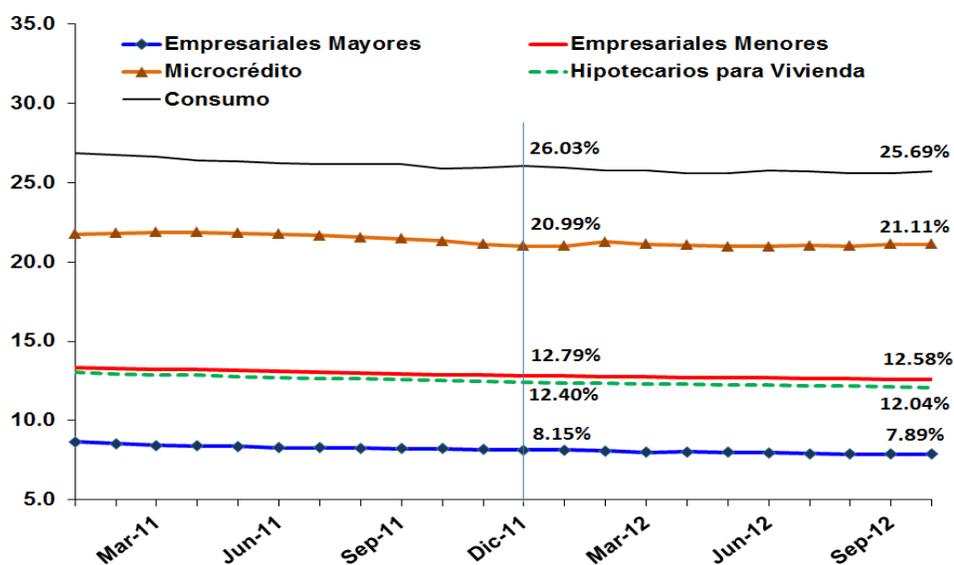
b) De largo plazo

La tasa de interés activa en moneda nacional reflejó en el año un incremento de 4 puntos básicos al pasar de 13.51% en diciembre de 2011 a 13.55% en noviembre de 2012, reflejo principalmente de un aumento en la ponderación del crédito de consumo sobre la cartera total; no obstante que la tasa de interés para el consumo muestra una ligera disminución a lo largo del año. El resto de tasas de interés por tipo de deudor mostraron una tendencia a la baja, resultado de una política monetaria acomodaticia por parte de la autoridad monetaria.

⁷ *The Policy Interest-Rate Pass-Through in Central America*. Medina Cas, Stephanie; Carrión-Menéndez, Alejandro; y Frantischek, Florencia. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011; e *Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America*. Medina Cas, Stephanie; Carrión-Menéndez, Alejandro; y Frantischek, Florencia. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2011.

Gráfica 8

Tasa de Interés por Tipo de Deudor (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

5. Agregados monetarios y de crédito

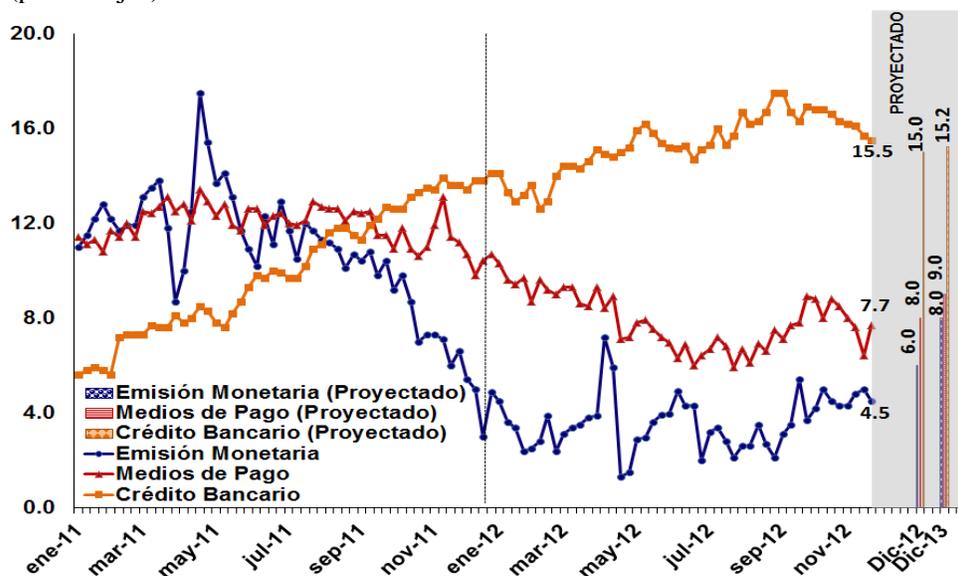
En lo que respecta a los agregados monetarios y de crédito, durante 2012 se evidenciaron comportamientos mixtos; por una parte, la emisión monetaria y los medios de pago se desaceleraron en el primer semestre, tendencia que se revertió en el segundo semestre, en tanto que el crédito bancario al sector privado, en general, mantuvo la trayectoria dinámica iniciada en 2010, registrando un crecimiento de alrededor del 15.0%.

a) Emisión monetaria

En el caso de la emisión monetaria, su comportamiento se asocia, por una parte, a factores de demanda como la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, explicado en buena medida por innovaciones financieras, entre las que destacan la utilización cada vez más generalizada de los cajeros automáticos.

Gráfica 9

Emisión Monetaria, Medios de Pago y Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

b) Medios de pago

Los medios de pago detuvieron su tendencia a la baja en agosto y en los últimos meses han evidenciado una recuperación, asociada, en primer lugar, al comportamiento de la emisión monetaria y, en segundo lugar, a la estabilidad en el comportamiento de las captaciones bancarias en moneda nacional. Cabe indicar que el multiplicador de los medios de pago aumentó en los últimos dos años, razón por la cual el crecimiento de las captaciones ha sido mayor al de la emisión monetaria, con lo cual el efecto de una menor creación primaria de dinero sobre la oferta monetaria se ha moderado parcialmente por el incremento en la creación secundaria de dinero.

c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado evidenció un crecimiento de 15.5%, impulsado por el dinamismo del crédito tanto en moneda nacional (principalmente por el aumento en el crédito destinado al consumo) como extranjera (principalmente a la industria manufacturera y al comercio), en este último caso con tasas interanuales cercanas al 20.0%. El rápido dinamismo del crédito refleja, en parte, un aumento en la demanda crediticia, consistente con la evolución de la actividad económica y la mejora en los índices de confianza a nivel interno. La composición de la cartera crediticia en

moneda nacional, reflejó un cambio en el peso del crédito destinado al consumo que pasó de 39.5% a 40.3%.

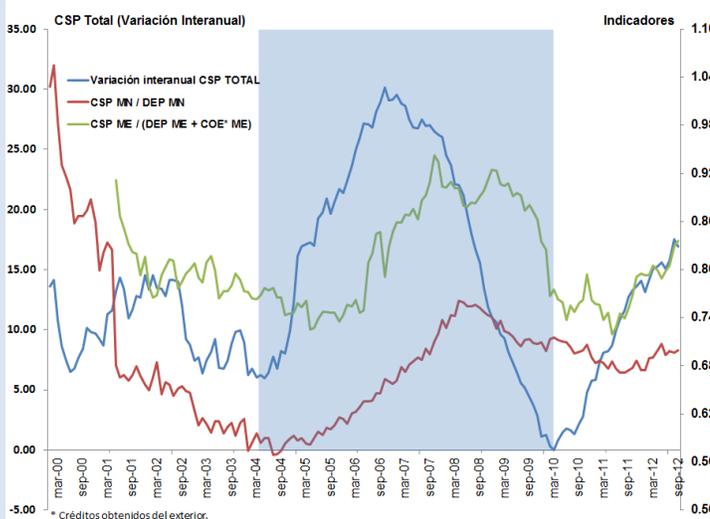
La evolución del crédito bancario al sector privado significó un cambio en su relación respecto al PIB al ubicarse en 30.9%, valor que únicamente se había observado en 2007, cuando las condiciones crediticias se habían mantenido relajadas. Al conjugar el ritmo de crecimiento de la variable indicada y la relación señalada, conviene traer a cuenta algunos aspectos de la literatura con relación a los riesgos microeconómicos y macroeconómicos generados por una expansión acelerada del crédito, dentro de los primeros se pueden mencionar los incrementos en la cartera vencida de los bancos, el riesgo de liquidez y el riesgo cambiario, que dependiendo de la posición de activos y pasivos denominados en moneda extranjera en los balances bancarios, podrían crear riesgos ante depreciaciones (apreciaciones) cambiarias. Por su parte, entre los riesgos macroeconómicos asociados con aceleraciones atípicas del crédito se pueden mencionar desequilibrios en la balanza de pagos vía flujos de capital (cuenta de capital y financiera) que financian el exceso de demanda de crédito que, a su vez, puede generar presiones hacia la apreciación nominal del tipo de cambio y, por tanto, afectar la cuenta corriente ante estímulos artificiales a las importaciones; asimismo, el incremento del consumo asociado a la expansión de crédito puede generar presiones inflacionarias vía demanda agregada. En ese contexto, el comportamiento del crédito al sector privado durante 2012, aunque no se ubica en niveles significativamente elevados respecto de su tendencia de largo plazo, debe monitorearse continuamente a fin de evitar riesgos en el mediano plazo.

**RECUADRO 2
CICLO CREDITICIO EN GUATEMALA**

La evidencia empírica ha demostrado que las fluctuaciones cíclicas del crédito bancario están estrechamente relacionadas con el ciclo económico, actuando como amplificador tanto de los episodios de expansión como de contracción de la actividad económica. Sin embargo, es difícil de evaluar la vinculación entre la actividad económica y el crédito y establecer su causalidad, ya que existen diferentes canales de transmisión en ambas vías y de forma paralela, tal es el caso del canal de la hoja de balance de los prestatarios, la hoja de balance de los bancos y el canal del crédito. El primero afecta principalmente la demanda derivado de un deterioro de la capacidad de las empresas y hogares; el segundo, obedece principalmente a factores de oferta relacionados con presiones en las fuentes de fondeo o en el capital; y el tercero actúa mediante variaciones en las tasas de interés que tienen un impacto en el crédito dirigido al sector productivo.

En la literatura, no obstante lo anterior, se han identificado cuatros fases del ciclo de crédito que inician con un fase de expansión en donde se incrementa el endeudamiento de los distintos sectores y aumenta el apetito por riesgo; la segunda fase es la contracción, la cual se caracteriza por una caída en los precios de los activos y un aumento de la cartera vencida; la tercera corresponde a la reparación en donde las entidades financieras realizan una limpieza de sus balances; y la última fase es la recuperación en donde se observa una restructuración de la cartera crediticia, un aumento de los márgenes y una reducción del apalancamiento, sentando las fases para el inicio de un nuevo ciclo crediticio.

En el caso de Guatemala, se observa un ciclo de crédito completo que abarca desde inicios de 2004 hasta inicios de 2010 cuando principia el ciclo crediticio actual. En el primer caso, se pueden identificar las cuatro fases indicadas anteriormente. En efecto, la fase de expansión inició en enero de 2004 y culminó a inicios del 2007 cuando el crédito al sector privado (CSP) alcanzó una tasa de crecimiento interanual en torno al 30% impulsado, principalmente, por el consumo; posteriormente empieza a desacelerarse dicha tasa de crecimiento del crédito al mismo tiempo que aumenta la cartera vencida en forma acelerada (fase de contracción), de tal cuenta que en los primeros meses de 2009, esta última mostró un crecimiento de 38% (equivalente a Q700.0 millones). Este aumento en el riesgo de crédito propició el inicio de la fase de reparación lo que, conjuntamente con el fortalecimiento del marco regulatorio, llevó a un aumento en las provisiones de 41% (equivalente a Q750.0 millones) entre junio 2008 y marzo 2010. Por su parte, la fase de recuperación se manifestó con una caída del apalancamiento del sistema bancario, ya que el CSP como porcentaje del capital primario se redujo hasta un nivel de 8.5% en marzo de 2010, un aumento de las tasas de interés implícitas en 3.2 puntos porcentuales y una disminución en la cartera

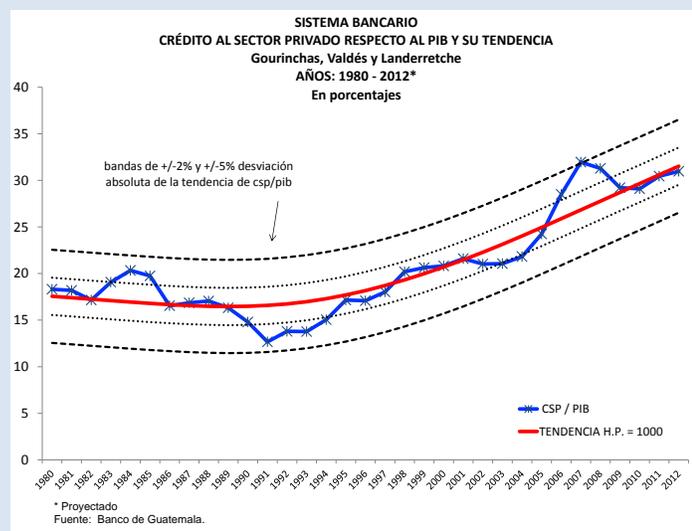


vencida de 34.0% (equivalente a Q834.0 millones) entre julio 2009 y junio 2011.

En el segundo caso, el nuevo ciclo de expansión inició en el primer trimestre de 2010 impulsado, inicialmente, por el dinamismo mostrado en el crédito de deudores empresariales en moneda extranjera, el cual ha sido financiado, en mayor medida, con líneas de crédito del exterior. En el caso del CSP en moneda nacional, hasta 2011 la recuperación se debió al aumento del crédito de consumo, aunque recientemente ya es significativa la canalización del crédito a los sectores productivos. Derivado de lo anterior, el indicador CSP en moneda extranjera respecto a los depósitos y créditos obtenidos del exterior ha venido aumentando; mientras que el CSP en moneda nacional se ha financiado principalmente con los depósitos locales. Al 29 de noviembre de 2012, el CSP total registró una tasa de variación interanual de 15.6%.

Según estudios del Fondo Monetario Internacional, no todos los periodos de expansión terminan en una crisis financiera, tomando en cuenta que también pueden asociarse con periodos de crecimiento económico más robusto y sostenible derivado de un mayor financiamiento a proyectos que aumentan la capacidad productiva del país, tal es el caso de la nueva fase de expansión que se observa en Guatemala, en la cual una proporción significativa de recursos ha sido canalizada a proyectos relacionados con el cambio de la matriz energética y la ampliación de la red de telefonía, entre otros. Adicionalmente, los periodos de expansión también pueden reflejar un aumento en los niveles de profundización financiera y en el caso particular de Guatemala, como lo han señalado agencias calificadoras de riesgo y organismos internacionales, existe un margen amplio para continuar expandiendo los productos y servicios financieros.

Por otro lado, al analizar la evolución en Guatemala de la relación crédito al sector privado/PIB y su tendencia de largo plazo para el periodo desde 1980 hasta 2012, se evidencia que actualmente, conforme los parámetros establecidos en la metodología propuesta por Gourinchas y otros¹, no existe evidencia de un boom crediticio que afecte la estabilidad financiera. Sin embargo, los procesos de creación de liquidez, asociados a una expansión del crédito al sector privado como el actual, hacen necesario un monitoreo continuo de la evolución del mismo con el fin de identificar riesgos potenciales.



¹ Gourinchas, Valdés y Landerretche. Lending Booms: Latin America and the world. NBR. WP 8249. April, 2001.
Fuente: "El ciclo de crédito en Guatemala". Departamento de Análisis de Estabilidad Financiera. Diciembre de 2012.

6. Variables del sector externo

Para 2012 se tiene previsto un incremento por US\$700.0 millones en las RIN del Banco de Guatemala, explicado fundamentalmente, por la colocación de Bonos del Tesoro en el exterior (Eurobono) por parte del Ministerio de Finanzas Públicas para financiar parte del déficit fiscal estimado en el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el presente año, lo que constituye una fuente de monetización externa, cuya esterilización implica, en la medida que se realiza el gasto público asociado al financiamiento externo, un incremento en las operaciones de estabilización

monetaria del Banco de Guatemala. Entre las variables del sector externo también destaca el incremento previsto en el déficit en cuenta corriente en 2012, el cual ha venido aumentando paulatinamente después de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, al pasar de 1.5% del PIB en 2010 a 3.1% en 2011 y a 3.4% estimado para 2012. Dicho incremento es un reflejo del dinamismo que ha mostrado la demanda interna, que se evidencia también en el aumento en la demanda de importaciones que han sido más que proporcional que el incremento en las exportaciones y que ha generado un aumento en el déficit de la balanza comercial de 10.3% del PIB en 2010 a 10.6% en 2011, con un aumento adicional estimado para 2012, al ubicarse en 11.1% del PIB.

7. Finanzas públicas

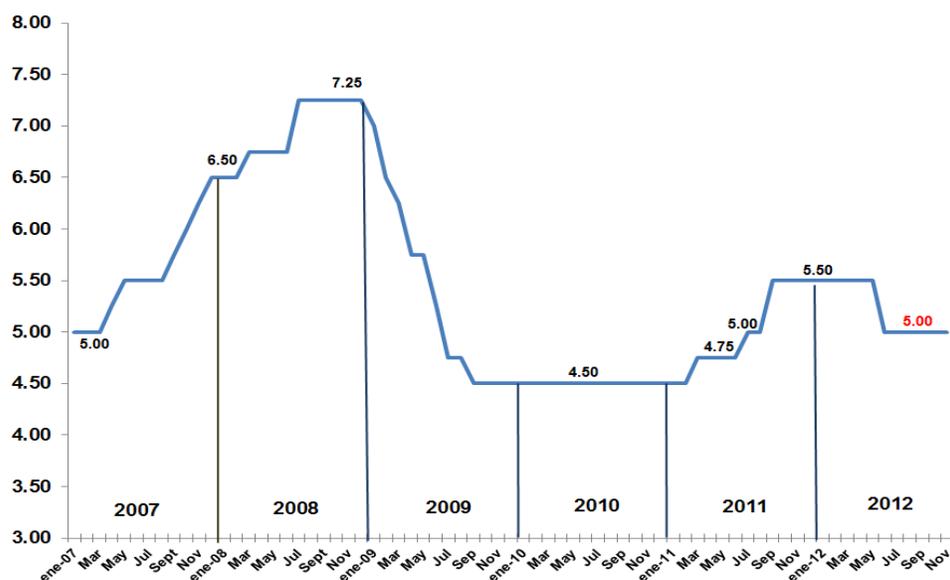
En 2012, el Congreso de la República aprobó diversas leyes que introdujeron reformas a los principales impuestos del sistema tributario guatemalteco con el objeto de fortalecer la capacidad recaudadora del Estado y cuyo mayor impacto se prevé a partir de 2013 (alrededor de 1.1% del PIB), de conformidad con las estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas y de la Superintendencia de Administración Tributaria. El referido ministerio señala que el déficit fiscal para 2012 se ubicaría en 2.2% del PIB menor al previsto en el presupuesto vigente (2.6% del PIB), así como al registrado el año anterior (2.8% del PIB), el mismo fue financiado, principalmente, con recursos de préstamos de organismos financieros internacionales y con la colocación del Eurobono ya comentada. Como resultado de los desembolsos y amortizaciones de deuda efectuadas en el presente año, el nivel de deuda pública ascendería a Q97,218.8 millones, alrededor de 25.0% del PIB. Vale subrayar que la política fiscal tendrá que afrontar nuevos retos el próximo año, de concretarse una iniciativa que dispone el pago de acreedores del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda y del Fondo Nacional para la Paz, así como por los gastos para el programa de reconstrucción derivado de los daños causados por el terremoto ocurrido en el occidente del país el 7 de noviembre de 2012.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2012

Durante 2012, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y noviembre, con el propósito de analizar y determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. En febrero, marzo y abril decidió mantener dicha tasa de interés en 5.50%; en junio acordó disminuirla en 50 puntos básicos, con lo cual, la tasa de interés líder de la política monetaria se ubicó en 5.00%. Posteriormente, en las reuniones de julio, septiembre, octubre y noviembre, decidió mantenerla en 5.00%.

Gráfica 10

Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria
(porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

En la primera parte del año, en el ámbito externo, los elementos que tomó en consideración para no modificar la tasa de interés líder estuvieron sustentados en el hecho de que la crisis de la deuda soberana en la Zona del Euro continuaba generando incertidumbre en el desempeño económico mundial, manteniendo los riesgos de una desaceleración económica internacional y la posible salida de Grecia de dicha zona. También consideró una mejora en la actividad económica de los países desarrollados y una moderación en el crecimiento económico de la República Popular China. En el ámbito interno, tomó en cuenta la evolución de algunos indicadores económicos congruentes con el crecimiento económico esperado; asimismo, consideró la evolución del ritmo inflacionario observado, así como las proyecciones y expectativas de inflación de corto y de mediano plazos.

En junio, redujo el nivel de la tasa de interés líder, debido entre otros factores, a que los riesgos y las tensiones en los mercados financieros internacionales habían aumentado, derivado, principalmente, de los acontecimientos que se observaron en Europa; además, consideró que persistía la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo a nivel mundial. A nivel interno, tomó en consideración que el desempeño del IMAE y del producto interno bruto trimestral continuaba mostrando niveles congruentes con el crecimiento económico previsto para 2012.

En la segunda parte del año, nuevamente mantuvo sin cambios el nivel de la tasa de interés líder, considerando que en la coyuntura económica internacional persistía la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo, principalmente en la Zona del Euro y, en menor medida, en los Estados Unidos de América; que los mercados financieros internacionales registraban un comportamiento positivo, debido, entre otros factores, a la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas; y que los precios internacionales de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo) continuaban mostrando una tendencia al alza. En el ámbito interno, evaluó que los riesgos de inflación, en el muy corto plazo, estaban contenidos, lo cual anticipaba el cumplimiento de la meta de inflación para 2012; sin embargo, los retos en un horizonte más largo persistían. Asimismo, evaluó el dinamismo de la actividad económica, en la cual la demanda interna continuaba fortalecida, destacando el dinamismo del crédito bancario al sector privado, el consumo privado, las remesas familiares, los flujos de inversión extranjera y la recaudación tributaria.

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala conforme a la ley y a la política monetaria vigente dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento central para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el año el incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN), así como la menor demanda de emisión monetaria anteriormente indicadas, generaron excedentes de liquidez que implicaron una mayor neutralización de liquidez por parte del Banco Central, respecto de lo originalmente programado; de esa cuenta al 30 de noviembre las referidas operaciones registraron un crecimiento acumulado de Q3,005.6 millones de quetzales de los cuales el 42% corresponden al sector privado y el 58% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2011, el 16.6% de las OEM estaba colocado a plazos cortos, en tanto que al 14 de diciembre de 2012 la referida proporción se incrementó al 22.7%. Por su parte, la proporción de OEM colocada a fechas de vencimiento pasó de representar 37.3% en diciembre de 2011 a 28.8% al 14 de diciembre de 2012, dando como resultado que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo se incrementara en 2.4%. El costo de política derivado de las respectivas operaciones ascendió a 0.3% del PIB, igual al del año previo.

Por otra parte, la conducción de la política monetaria, bajo el esquema de metas de inflación, requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que contribuya a que el banco central centre sus esfuerzos en la consecución del objetivo de inflación y el tipo de cambio flexible contribuya a absorber los choques externos. No obstante, la flexibilidad cambiaria no significa que el banco central deje de participar en el mercado de divisas en situaciones determinadas o excepcionales, ya sea

porque se evidencia demasiada volatilidad o porque existen circunstancias que requieren de la moderación de movimientos inusuales y significativos en el comportamiento del tipo de cambio nominal. En ese contexto, de conformidad con la resolución JM-171-2011, del 22 de diciembre de 2011, la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario tiene como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

En lo que va del presente año el tipo de cambio nominal se ha depreciado en 1.04%, al pasar de Q7.81083 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2011 a Q7.89232 por US\$1.00 el 14 de diciembre de 2012. En este periodo, la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme la regla vigente generó ventas netas de divisas por US\$99.7 millones (ventas por US\$205.9 millones y compras por US\$106.2 millones). Esta participación únicamente representa una mínima proporción del volumen negociado en el mercado institucional de divisas (0.65% de ventas y 0.34% de compras). Al respecto, la regla de participación en el mercado cambiario permite que exista un grado de flexibilidad adecuado si se toma en cuenta que en las condiciones actuales existen amplios márgenes de incertidumbre que provienen del entorno externo.

IV. CIERRE 2012 Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2013

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2013, a pesar de los episodios de incertidumbre y desconfianza ante la combinación de eventos de orden económico y político que ha enfrentado el mundo en 2012, apuntan a que el proceso de recuperación económica continuará en 2013, al crecer la producción mundial 3.6%, superior al 3.3% que se espera cerrará en 2012; aunque dicho proceso seguirá condicionado, principalmente, a la evolución de la crisis económica y financiera en la Zona del Euro y al proceso de consolidación fiscal en los Estados Unidos de América y otras economías avanzadas.

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012

Cuadro 1

Proyecciones de Crecimiento Económico
(porcentajes)

	Observado	Proyecciones	
	2011	2012	2013
Economías Avanzadas	1.6	1.3	1.5
Taiwán	4.0	1.3	3.9
Corea	3.6	2.7	3.6
Estonia	7.6	2.4	3.5
Hong Kong	5.0	1.8	3.5
Israel	4.6	2.9	3.2
Nueva Zelanda	1.3	2.2	3.1
Australia	2.1	3.3	3.0
Singapur	4.9	2.1	2.9
Eslovaquia	3.3	2.6	2.8
Islandia	3.1	2.9	2.6
Noruega	1.5	3.1	2.4
Suecia	4.0	1.2	2.2
Estados Unidos de América	1.8	2.2	2.1
Malta	2.1	1.2	2.0
Canadá	2.4	1.9	2.0
Irlanda	1.4	0.4	1.4
Suiza	1.9	0.8	1.4
Finlandia	2.7	0.2	1.3
Japón	-0.8	2.2	1.2
Dinamarca	0.8	0.5	1.2
Reino Unido	0.8	-0.4	1.1
Austria	2.7	0.9	1.1
Alemania	3.1	0.9	0.9
República Checa	1.7	-1.0	0.8
Luxemburgo	1.6	0.2	0.7
San Marino	-2.6	-2.6	0.5
Países Bajos	1.1	-0.5	0.4
Francia	1.7	0.1	0.4
Bélgica	1.8	0.0	0.3
Eslovenia	0.6	-2.2	-0.4
Italia	0.4	-2.3	-0.7
Chipre	0.5	-2.3	-1.0
Portugal	-1.7	-3.0	-1.0
España	0.4	-1.5	-1.3
Grecia	-6.9	-6.0	-4.0

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre 2012.

El FMI, por su parte, prevé, en su escenario base, que las economías avanzadas registrarán un leve repunte (1.5%) en su actividad económica respecto al desempeño esperado en 2012 (1.3%);

mientras que las economías con mercados emergentes y en desarrollo continuarán mostrando un mayor dinamismo, dado que, su tasa de crecimiento pasaría de 5.3% en 2012 a 5.6% en 2013.

A nivel de países, el FMI prevé que la economía de los Estados Unidos de América registrará un crecimiento de 2.2% en 2012, mayor al registrado el año anterior (1.8%), manteniéndose alrededor de dicha cifra para 2013 (2.1%); resultado que reflejaría, por una parte, los efectos positivos de la política acomodaticia implementada durante 2012 y, por la otra, el mejor desempeño de los mercados laboral e inmobiliario, ante el mantenimiento de tasas de interés de largo plazo en niveles históricamente bajos. En adición, la estimación para 2013 prevé acuerdos legislativos orientados a evitar un fuerte ajuste fiscal en el corto plazo (precipicio fiscal) y planes de consolidación fiscal en el mediano plazo que permitan niveles de deuda sostenibles y que tengan un efecto favorable en los niveles de confianza tanto del consumidor como del empresario.

Para la Zona del Euro, el crecimiento económico continuaría siendo débil, al ubicarse en -0.4% en 2012 y en 0.2% para 2013; sin embargo, el alcance que tengan los acuerdos entre las instituciones regionales para evitar un deterioro de las expectativas de los agentes económicos, particularmente en lo referente al mercado laboral, determinarán el desempeño económico en el corto y mediano plazos.

Para las economías de Asia, el FMI prevé que la actividad económica en 2012 registrará un crecimiento de 5.4% (5.8% en 2011), mientras que para 2013 estima una expansión de 5.8%. Este comportamiento le permitirá continuar liderando el crecimiento mundial, aunque con significativas diferencias entre países y regiones, en virtud de que la República Popular China, India, Indonesia, Corea, Taiwán y Tailandia dinamizarán sus economías en 2013, mientras que la actividad económica en Japón estaría disminuyendo. En la República Popular China, el impulso de la demanda interna y la recuperación de la inversión extranjera directa serán los pilares sobre los cuales se fundamentará la sostenibilidad del crecimiento económico en niveles cercanos al promedio de los últimos diez años, dado el fuerte compromiso de las autoridades de implementar las medidas necesarias para mantener un crecimiento económico robusto (7.8% en 2012 y 8.2% para 2013), en un contexto de inflación moderada (3.0% para 2013). Por su parte, la economía de Japón, luego de haber registrado una contracción económica en 2011, revertirá dicho resultado en 2012, derivado del gasto extraordinario del gobierno para la implementación de los programas de reconstrucción en ciudades dañadas por la emergencia nuclear, el terremoto y el *tsunami* de 2011; sin embargo, este efecto positivo no se espera para 2013, lo que explica por qué la tasa de crecimiento económico estimada es de 1.2%.

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012

Cuadro 2

Proyecciones de Crecimiento Económico
(porcentajes)

	Observado	Proyecciones	
	2011	2012	2013
Economías en Desarrollo de Asia	7.8	6.7	7.2
Bután	5.3	9.9	13.5
Timor Oriental	10.6	10.0	10.0
Rep. Popular China	9.2	7.8	8.2
Lao	8.0	8.3	8.1
Sri Lanka	8.3	6.8	6.7
Camboya	7.1	6.5	6.7
Afganistan	5.8	5.2	6.5
Indonesia	6.5	6.0	6.3
Myanmar	5.5	6.2	6.3
Bangladesh	6.5	6.1	6.1
Tailandia	0.1	5.6	6.0
India	6.8	4.9	6.0
Vietnam	5.9	5.1	5.9
Filipinas	3.9	4.8	4.8
Malasia	5.1	4.4	4.7
Vanatú	2.5	2.6	4.3
Papua Nueva Guinea	8.9	7.7	4.0
Islas Salomón	10.7	7.4	4.0
Nepal	3.9	4.6	3.6
Pakistán	3.0	3.7	3.3
Kiribati	1.8	2.5	2.5
Maldivas	5.8	1.5	2.5
Fiji	2.1	2.0	2.0
Samoa	2.0	1.5	1.9
Brunei D.	2.2	2.7	1.5
Tonga	1.5	1.4	1.5
Tuvalu	1.1	1.2	1.3

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre 2012.

Con relación a las economías de América Latina, la proyección de crecimiento en 2012 (3.2%), evidencia un ritmo de crecimiento menor al observado en 2011 (4.5%), ante la desaceleración de la demanda externa (en algunos casos, como el de Brasil, ha sido significativa), principalmente la proveniente de Asia y Europa. No obstante, para 2013 se estima una mayor expansión de su actividad económica, la cual podría ubicarse en 3.9%, siempre sujeta a la consolidación de la recuperación del crecimiento económico mundial y del efecto de las políticas acomodaticias adoptadas en algunos países de la región (como Brasil y Colombia). A pesar de ello, las perspectivas y desafíos son muy diferentes entre los países de la región, debido a la posición cíclica de las economías, a los vínculos comerciales y financieros con el resto del mundo y a la solidez de sus marcos de política económica.

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012

Cuadro 3

Proyecciones de Crecimiento Económico
(porcentajes)

	Observado	Proyecciones	
	2011	2012	2013
América Latina y el Caribe	4.5	3.2	3.9
Paraguay	4.3	-1.5	11.0
Panamá	10.6	8.5	7.5
Haití	5.6	4.5	6.5
Perú	6.9	6.0	5.8
Guyana	5.4	3.7	5.5
Bolivia	5.2	5.0	5.0
Rep. Dominicana	4.5	4.0	4.5
Suriname	4.2	4.0	4.5
Chile	5.9	5.0	4.4
Colombia	5.9	4.3	4.4
Costa Rica	4.2	4.8	4.3
Ecuador	7.8	4.0	4.1
Nicaragua	4.7	3.7	4.0
Uruguay	5.7	3.5	4.0
Brasil	2.7	1.5	4.0
Honduras	3.6	3.8	3.6
México	3.9	3.8	3.5
Venezuela	4.2	5.7	3.3
Guatemala	3.9	3.1	3.2
Argentina	8.9	2.6	3.1
Bahamas	1.6	2.5	2.7
Belice	2.0	2.3	2.5
Trinidad y Tobago	-1.5	0.7	2.2
El Salvador	1.4	1.5	2.0
San Kitts y Nevis	-2.0	0.0	1.8
San Vicente y Granadinas	0.0	1.2	1.5
Antigua y Barbuda	-5.5	1.0	1.5
Dominica	1.0	0.4	1.3
San Lucía	1.3	0.7	1.3
Jamaica	1.3	0.9	1.0
Barbados	0.6	0.7	1.0
Granada	0.4	0.5	0.5

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre 2012.

En cuanto a los países de América Central, éstos crecerán en promedio 3.4% durante 2012 y 2013, en congruencia con una recuperación gradual de las exportaciones y del crecimiento en los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región. Con relación a los niveles de deuda en estos países, si bien son moderados, el FMI sugiere que la región debe reducirlos y recomponer el espacio fiscal, mediante de la adopción de medidas para contener el gasto corriente y movilizar los ingresos públicos, con el objetivo de enfrentar la vulnerabilidad y los choques adversos, en caso se materialicen los riesgos hacia la baja del crecimiento mundial. Por su parte, aquellos países con márgenes de maniobra de política monetaria deberán estar atentos a la evolución de los precios de las materias primas y a los efectos de segunda vuelta para adoptar las medidas necesarias que permitan que la inflación converja a niveles más bajos, en adición a regímenes cambiarios más flexibles, para acomodar los ajustes derivados de los choques externos.

Con relación a las materias primas, se prevé que para finales de 2012 y de 2013 la oferta de petróleo supere marginalmente a la demanda, lo cual ayudaría, por una parte, a reducir las presiones de precios y, por la otra, a incrementar los niveles de inventarios de petróleo, principalmente en los Estados Unidos de América. No obstante, el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, la firma IHS CERA⁸ y otros entes, estiman que el precio del petróleo para 2012 se estaría situando, en promedio, en US\$95.00 por barril; mientras que para 2013 en US\$97.50 por barril. Ello asociado, en parte, a que el mercado del petróleo continúa siendo afectado por los conflictos geopolíticos entre Siria e Irán y, recientemente, por la intensificación del conflicto bélico entre Israel y Palestina, situación que implica el riesgo que de profundizarse dichos conflictos, podría ocurrir una interrupción en el suministro de petróleo proveniente del Oriente Medio.

En lo que respecta al mercado de cereales, particularmente del maíz y del trigo, la ralentización de la actividad económica en los países industrializados y en las economías emergentes provocaron una disminución en la demanda; sin embargo, los daños ocasionados a la producción, derivado de la sequía que afectó a la actual cosecha, incidiría en una mayor utilización de los niveles de inventarios, lo cual podría elevar los precios internacionales de ambos granos para 2013. Por el momento, los analistas de los mercados de materias primas coinciden en que el alza de precios registrada este año es temporal y que los niveles de precios permanecerán altos en el corto plazo, pero que en el mediano plazo tenderían a normalizarse. Según el servicio informativo *Bloomberg*, el precio promedio del maíz se situaría en alrededor de US\$12.00 por quintal al finalizar 2012 y en aproximadamente US\$12.60 por quintal en 2013. En lo que respecta al precio del trigo, se situaría en US\$12.60 y en

⁸ IHS: Information Handling Services y CERA: Cambridge Energy Research Associates. IHS se fundó en 1959 y adquirió a CERA en 2004.

US\$12.80 el quintal, respectivamente. De acuerdo a la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), el cambio climático continuará siendo un factor importante que afectaría la producción agrícola mundial.

De acuerdo con diferentes organismos financieros internacionales, los riesgos y desafíos que enfrentarán las economías en 2013 incluyen la intensificación de la crisis económica y financiera en la Zona del Euro, la cual podría provocar una sustitución generalizada de recursos hacia activos de menor riesgo (*flight to quality*), aspecto que tendría un impacto considerablemente negativo a escala mundial. En adición, el desapalancamiento excesivo en los bancos europeos podría poner de manifiesto las vulnerabilidades en los mercados emergentes, provocando la salida de inversiones de cartera y alterando la estabilidad financiera de sus mercados internos. Asimismo, la incertidumbre geopolítica, como se indicó, podría provocar un fuerte aumento de los precios del petróleo y debilitar el crecimiento mundial. A mediano plazo, los riesgos relacionados con la persistente debilidad de la actividad económica y los altos niveles de deuda pública y déficits fiscales en las economías avanzadas, podrían debilitar el apoyo al ajuste fiscal y la integración comercial y financiera. El consenso entre los organismos financieros a nivel mundial también señala que es posible evitar el escenario pesimista y asegurar un crecimiento económico más sostenible, equilibrando la conducción de las políticas fiscal, monetaria y estructural. Al respecto, sugieren que la orientación de la política monetaria debería continuar siendo acomodaticia en varias economías, principalmente en las avanzadas, requiriéndose una flexibilización adicional en la Zona del Euro, Japón y en algunas economías de mercados emergentes, como la República Popular China e India. Aunque en un horizonte de más largo plazo, el estímulo monetario no convencional implica riesgos dado que, la vigencia de tasas de interés de largo plazo en niveles históricamente bajos por un periodo prolongado, podría retrasar el proceso de desapalancamiento necesario para aminorar los riesgos excesivos.

En síntesis, aun cuando los riesgos a la baja continúan siendo significativos para 2013, los niveles de incertidumbre respecto del crecimiento económico mundial se han moderado, ante los signos de recuperación en la economía de los Estados Unidos de América y la perspectiva de un crecimiento más dinámico en algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo, particularmente en la República Popular China e India (ver cuadro 4).

2. Inflación mundial

Con relación a la inflación, en los Estados Unidos de América, la Reserva Federal revisó a la baja su estimación, ubicándola por debajo de 2.0%, debido a una menor presión esperada en los precios de los alimentos y de la energía, en congruencia con lo previsto por el FMI para 2013 (1.8%).

Por su parte, el FMI prevé que la inflación en la Zona del Euro se mantendrá contenida para 2013 (1.6%), generando el espacio para mantener una política monetaria acomodaticia.

En la República Popular China, la inflación se mantendría contenida como resultado del efecto rezagado de políticas monetarias restrictivas aplicadas a finales de 2011 e inicios de 2012.

En cuanto a la inflación en América Latina, ésta se situará en alrededor de 6.0% al finalizar 2012 y en 5.9% para 2013. No obstante, se anticipa que Brasil mantendrá una tasa de inflación en 2013 todavía alta (4.9%) como resultado de las políticas de estímulo monetario y fiscal adoptadas en el transcurso de 2012 que impactarían con rezago en 2013, en contraste con inflaciones más bajas en otros países con metas explícitas de inflación como Colombia y Perú que registrarían inflaciones cercanas a 3.0%.

Al considerar el conjunto de socios comerciales del país, no se anticipan presiones extraordinarias vía inflación importada, en virtud que se prevé que la inflación para estos países se situaría en 2.5% (2.8% estimado para 2012), lo cual supone precios estables tanto del petróleo como de los alimentos (ver cuadro 4).

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012

Cuadro 4

Proyecciones de Actividad Económica y de Inflación de los Socios Comerciales del País
(porcentajes)

	PIB			Inflación (1)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Principales socios						
Estados Unidos de América	1.8	2.2	2.1	3.1	2.0	1.8
México	3.9	3.8	3.5	3.4	4.0	3.5
El Salvador	1.4	1.5	2.0	3.6	4.0	2.9
Zona del Euro	1.4	-0.4	0.2	2.7	2.3	1.6
República Popular China	9.2	7.8	8.2	5.4	3.0	3.0
Honduras	3.6	3.8	3.6	6.8	5.8	6.7
Otros socios						
Colombia	5.9	4.3	4.4	3.4	3.2	2.8
Japón	-0.8	2.2	1.2	-0.3	0.0	-0.2
Brasil	2.7	1.5	4.0	6.6	5.2	4.9
Chile	5.9	5.0	4.4	3.3	3.1	3.0
Perú	6.9	6.0	5.8	3.4	3.7	2.5
Reino Unido	0.8	-0.4	1.1	4.5	2.7	1.9
Mundial						
- Economías avanzadas	1.6	1.3	1.5	2.7	1.9	1.6
- Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.2	5.3	5.6	7.2	6.1	5.8
- América Latina y el Caribe	4.5	3.2	3.9	6.6	6.0	5.9
- América Central (2)	3.6	3.4	3.4	5.8	5.3	5.4
Asia	5.8	5.4	5.8	5.0	3.9	3.8
Principales socios	2.6	2.5	2.6	3.5	2.8	2.5

(1) Promedio del año. (2) Excluye Panamá porque su estimación de crecimiento económico incluye las inversiones asociadas a la ampliación del Canal de Panamá.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre 2012.

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Balanza de pagos

Teniendo en cuenta la coyuntura económica global y las expectativas de crecimiento de la actividad económica y del volumen del comercio, para 2013 se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos cierre con un déficit equivalente a 3.7% del PIB (3.4% en 2012) que se explica, principalmente, por el balance negativo proyectado en el comercio exterior de bienes, servicios y renta, el cual aumentaría 9.0% con relación a 2012, ya que el ingreso neto de transferencias corrientes, en el que destacan las remesas familiares, registraría un crecimiento de 7.0%.

El valor FOB de las exportaciones crecería 10.5%, asociado a la continuidad del proceso de recuperación económica de los principales socios comerciales y las importaciones de bienes lo harían en 10.0%, derivado de la recuperación esperada en la inversión y en el consumo nacional.

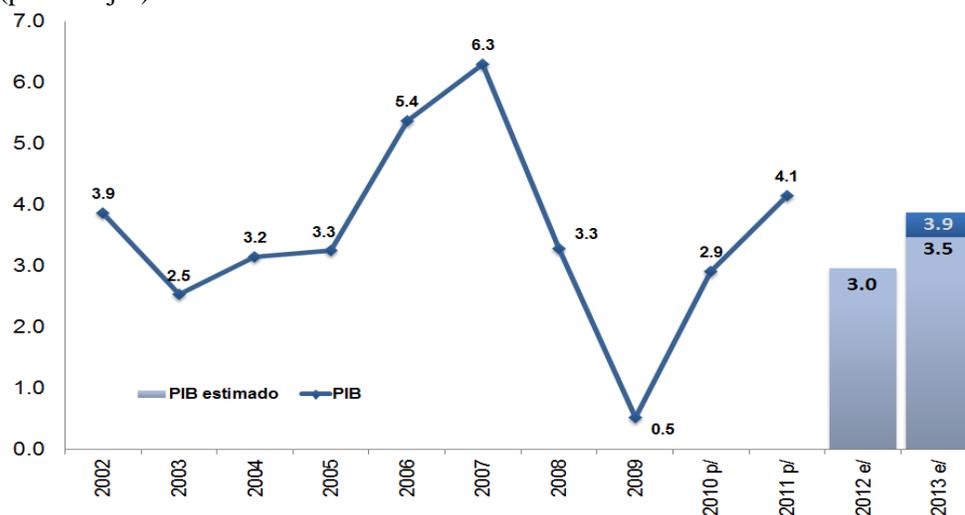
El déficit en cuenta corriente sería financiado por un saldo positivo en la cuenta de capital y financiera levemente superior al de 2012, resultado del incremento en la Inversión Extranjera Directa (IED) de 10.0%, reflejo de la mejora en el clima de negocios y la estabilidad macro-financiera y del financiamiento externo al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito), generando una acumulación de Activos de Reserva del Banco de Guatemala por US\$291.1 millones, equivalente a un incremento de US\$300.0 millones en las Reservas Internacionales Netas (RIN), lo cual permitirá seguir manteniendo la solidez del sector externo del país. En Anexo 2 se presenta la balanza de pagos prevista para 2013.

2. Actividad económica

Consistente con el entorno externo planteado por diversos organismos financieros internacionales y congruente con las condiciones económicas internas, las previsiones de crecimiento del PIB para 2013 se mantienen en un rango de entre 3.5% y 3.9% (Anexo 2), resultado de tasas de crecimiento interanual positivas en la mayoría de actividades económicas, excepto en explotación de minas y canteras. El mayor dinamismo en la actividad económica para 2013 provendría del mayor crecimiento de los sectores industrias manufactureras; administración pública y defensa, servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio al por mayor y al por menor; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; que en conjunto explican el 77.4% del incremento del PIB real por el origen de la producción para 2013.

Gráfica 11

Producto Interno Bruto Real (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.
p/ Cifras preliminares.
e/ Cifras estimadas.
Fuente: Banco de Guatemala.

a) Actividad sectorial

Tomando en consideración la contribución de cada sector al crecimiento económico para 2013, a continuación se detallan los principales factores que estarían explicando el mayor dinamismo de cada sector.

El sector industrias manufactureras (con una participación de 17.8% en el PIB y una contribución de 0.53 puntos porcentuales) se prevé que crezca 2.9%, debido a la recuperación prevista en la actividad de fabricación de textiles y prendas de vestir asociada a una mayor demanda externa de dichos bienes; asimismo influiría el mayor dinamismo de las actividades relativas a la fabricación de materiales de construcción (principalmente vidrio, cemento, artículos de hormigón, productos metálicos) en congruencia con la mejora esperada en el sector construcción.

En la actividad administración pública y defensa (con un peso relativo de 8.0% en el PIB y una contribución de 0.52 puntos porcentuales) se espera una tasa de crecimiento de 6.7%, explicada, principalmente, por el aumento en el pago de remuneraciones, incluidos los aportes a la seguridad

social, según lo previsto en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013.

En cuanto a los servicios privados (con una participación de 15.9% en el PIB y una contribución de 0.51 puntos porcentuales), éstos crecerían 3.2%, congruente con el crecimiento estimado de la demanda por parte del sector comercio y de administración pública, así como de servicios comunitarios, sociales y personales.

El valor agregado del transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.8% en el PIB y una contribución de 0.41 puntos porcentuales) podría crecer 3.8%, reflejando el dinamismo que se espera en el comercio interno y externo que incentivaría el transporte y el almacenamiento.

El comercio al por mayor y al por menor (con un peso relativo de 11.6% en el PIB y una contribución de 0.39 puntos porcentuales) se estima que crezca 3.4%, debido al aumento previsto en la demanda por importaciones, lo que generaría un mayor flujo de bienes y servicios transables.

La actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.3% en el PIB y una contribución de 0.30 puntos porcentuales) registraría una tasa de variación de 2.3%, explicado, por el lado de los cultivos tradicionales, por un incremento en la producción de cardamomo y banano, mientras que, por el lado de los cultivos no tradicionales, se anticipa un aumento en la producción de granos básicos, hortalizas y frutas. El aumento en la producción de los cultivos mencionados sería moderado, parcialmente, por los problemas en la producción de café ante la presencia de roya en las plantaciones y la caída de los precios internacionales, debido a la abundante oferta mundial, especialmente la proveniente de Brasil.

Vale destacar el desempeño previsto del sector construcción que, aunque su peso relativo (3.0%) y su contribución al PIB (0.22 puntos porcentuales) son limitados, tendría un efecto favorable respecto de 2012 (3.9%) al exhibir una tasa de crecimiento positiva de 7.7%, luego de un crecimiento moderado en 2011 de 1.5% y crecimiento negativo en 2010 de 11.5%. Dicho resultado obedece, principalmente, a una mayor ejecución de obras de infraestructura por parte del gobierno central, así como por el proceso de reconstrucción, luego de los daños y pérdidas ocasionadas por el terremoto ocurrido el 7 de noviembre de 2012 en el occidente del país⁹.

La actividad de intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 5.2% en el PIB y una contribución de 0.25 puntos porcentuales) registraría en 2013 un

⁹ Según el informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), el monto de los daños y pérdidas asciende a Q1,028.3 millones.

crecimiento de 10.6%, resultado que seguiría reflejando la mejora en las condiciones crediticias en el sistema bancario, en virtud de que se anticipa que el crédito bancario al sector privado siga creciendo en niveles similares a los observados en 2012.

La actividad de suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 2.8% en el PIB), se estima que crezca 4.5%, debido a que los mayores niveles de actividad económica incentivarían una mayor demanda de energía eléctrica, principalmente la proveniente de las industrias manufactureras y el comercio al por mayor y al por menor.

Como se mencionó, la actividad de explotación de minas y canteras (con una participación de 0.5% en el PIB y una contribución de -0.01 puntos porcentuales) a pesar de registrar una contracción prevista de 2.2% en 2013, sería menor a la contracción de 24.1% estimada para 2012, lo que se asocia a una menor caída, respecto de 2012, en la extracción de minerales metálicos, particularmente de oro y plata en la Mina Marlin. En el caso de la extracción de piedra, arena y arcilla, se prevé un mayor dinamismo, asociado a la recuperación del sector construcción, principal demandante de estos materiales. En cuanto a la extracción de petróleo, se espera una disminución, asociada al agotamiento natural de los pozos, según información de la compañía Perenco.

b) Demanda agregada

Para la demanda interna, integrada por el gasto de consumo final (privado y público) y la formación bruta de capital, se prevé una tasa de crecimiento de 4.2%, superior a la estimada en 2012 (3.4%). Por el lado del consumo privado, éste estaría siendo incentivado por el flujo esperado de divisas por concepto de remesas familiares, así como por el incremento en el ingreso como resultado del aumento en las remuneraciones del sector público, como se indicó. Se considera que por el lado del empleo, se mantengan expectativas favorables que generen condiciones para elevar el consumo personal, como lo confirman las encuestas realizadas recientemente por la empresa *Manpower* y la evolución, hasta la fecha, del número de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS). Por su parte, el incremento esperado en el gasto de consumo del gobierno general y en la formación bruta de capital fijo, sería resultado de una mayor disponibilidad de ingresos públicos en términos reales (resultado de la mayor recaudación tributaria asociada al efecto de la Ley de Actualización Tributaria), que propiciarían un aumento en el gasto en bienes y servicios y en la construcción de obras de infraestructura por parte del gobierno central.

Se estima que el volumen de las exportaciones de bienes y servicios crezca 4.6%, asociado a un aumento en la demanda externa. Vale subrayar que se anticipa un aumento en el precio

medio de las exportaciones de alrededor de 6.0%, lo cual, al aumentar el ingreso disponible, contribuiría a fomentar el consumo y, en menor medida, la inversión privada. Por su parte, se estima que el volumen de importaciones crecería 5.9% en 2013, ante una mayor demanda de bienes intermedios y de capital para los sectores de industrias manufactureras y agricultura. En cuanto al efecto precio en las importaciones, se estima que este podría ser de alrededor de 5.0%, en el que destaca un leve aumento en el valor de las importaciones de combustibles y lubricantes, así como de algunas materias primas para la elaboración de alimentos, como el maíz y el trigo (ver Anexo 2).

3. Sector fiscal

A inicios de 2012, el Congreso de la República aprobó el Decreto Número 4-2012 “Disposiciones para el Fortalecimiento del Sistema Tributario y el Combate a la Defraudación y al Contrabando” y el Decreto Número 10-2012 “Ley de Actualización Tributaria”, que contienen reformas a las leyes de los principales impuestos del sistema tributario guatemalteco, particularmente a la Ley del Impuesto Sobre la Renta y cuyo impacto a partir de 2013, según el Ministerio de Finanzas Públicas, será de alrededor de 1.1% del PIB.

La implementación de la referida reforma tributaria, la aplicación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria y las perspectivas de un mayor crecimiento de la actividad económica nacional contribuirán al fortalecimiento de los ingresos del Estado, permitiendo financiar un mayor gasto público en áreas prioritarias como el gasto social y el fortalecimiento de la inversión pública. A pesar de la mejora prevista en la recaudación tributaria, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013 prevé que el déficit fiscal se ubique en 2.5% del PIB (2.2% del PIB estimado para el cierre de 2012) con lo cual se estaría interrumpiendo el proceso de consolidación fiscal. Es importante resaltar que el proyecto de presupuesto trasladado por el Organismo Ejecutivo, por conducto del Ministerio de Finanzas Públicas al Congreso de la República, contemplaba un déficit fiscal de 2.2% del PIB en el marco de la mencionada consolidación fiscal; sin embargo, se incrementó el gasto de funcionamiento y de capital en algunas dependencias que originalmente no estaban en el proyecto de presupuesto y se eliminó, por parte del Congreso de la República, la asignación presupuestaria para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondientes a 2011 por Q1,017.1 millones, lo que dio como resultado un aumento del déficit fiscal para el próximo año.

Entre los retos importantes en materia de gasto público, para 2013 destacan la posible ampliación presupuestaria para el pago de acreedores del Ministerio de Comunicaciones,

Infraestructura y Vivienda y del Fondo Nacional para la Paz, así como los gastos de reconstrucción por los daños causados por el terremoto del 7 de noviembre, situación que de materializarse sin la contraprestación de ingresos corrientes, podría provocar un aumento mayor del déficit fiscal y, por ende, del endeudamiento público. Tomando en cuenta los flujos de endeudamiento público previstos en el presupuesto aprobado para 2013, la deuda pública total respecto del PIB proyectada se ubicaría en 25.4% del PIB, mayor a la estimada para 2012 (24.6% del PIB).

Es importante destacar que una administración prudente del déficit fiscal y del endeudamiento público permitiría avanzar en el proceso de consolidación de las finanzas públicas, en un momento en el que la incertidumbre a nivel mundial sugiere para los países en desarrollo la necesidad de generar espacios fiscales para enfrentar potenciales vulnerabilidades.

De acuerdo a un análisis de sostenibilidad de la deuda pública de Guatemala, elaborado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala¹⁰, similar a los desarrollados por Edwards (2002); Keyder (2003); y Edwards y Vergara (2004), se determinó el balance primario que hace sostenible la deuda en el periodo 2012-2015. Dichos resultados sugieren que, con una tasa de crecimiento de la economía en promedio de 3.0%, se debería observar un superávit primario de alrededor de 0.051% del PIB (equivalente a un déficit fiscal de 1.45% del PIB) a efecto de que la deuda pública sea sostenible; mientras que, con una tasa de crecimiento de la economía de 4.0% podría existir un déficit primario máximo de 0.289% del PIB (equivalente a déficit fiscal de 1.79% del PIB). Por otra parte, un análisis de sostenibilidad fiscal y de deuda para Guatemala, basado en un modelo desarrollado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), reveló que para mantener constante el indicador de deuda pública respecto del PIB al nivel de 2011 (24.3%), considerando un escenario con una tasa de crecimiento constante del PIB de 3.2% para el periodo 2012-2015 y manteniendo fija la tasa de interés real de la deuda pública, el gobierno debería mantener un déficit primario de 0.20% del PIB (equivalente a un déficit fiscal de 1.7% del PIB). Cabe subrayar que de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, el déficit primario ascendería a 0.90% del PIB.

4. Sector monetario

En 2012 se observaron algunos elementos cualitativos relativos al comportamiento de la emisión monetaria que son relevantes para realizar las previsiones de la misma en el corto y mediano

¹⁰ Ver Anexo 3 del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2012, paginas 59-62.

plazos. En efecto, el análisis de la demanda de dinero en el país revela que el público ha reducido consistentemente la proporción de dinero en efectivo que utiliza para realizar transacciones, resultado de que las innovaciones financieras han facilitado la utilización de medios electrónicos. No obstante, la caja de los bancos (demanda de emisión monetaria de dichas instituciones) ha experimentado un incremento respecto del total de la emisión monetaria, como resultado de una expansión tanto en la cantidad de cajeros automáticos como de la intensidad en el uso de los mismos. En ese contexto, los agentes económicos son quienes determinan la demanda de los agregados monetarios y sus fluctuaciones; por lo que, en el corto plazo, la emisión monetaria es determinada fundamentalmente por factores de demanda más que por factores de oferta. De esa cuenta, la emisión monetaria reacciona a cambios en factores de demanda de dinero (motivo transacción, precaución o especulación e innovaciones financieras) y el Banco Central, dependiendo de la postura de política monetaria y en congruencia con la meta de inflación determinada, provee la oferta de emisión monetaria. Las proyecciones de emisión monetaria para diciembre 2013 apuntan a un crecimiento de 8.0% +/- 1 punto porcentual y para diciembre de 2014 de 7.8% +/- 1 punto porcentual, las cuales son congruentes con las estimaciones de crecimiento económico y con la meta de inflación, previstas para esos años.

Los medios de pago (M2), miden la oferta de dinero en un sentido amplio y están constituidos por la suma del numerario en circulación y las captaciones del sistema bancario, las cuales constituyen el aporte del sistema bancario a la oferta total de dinero y son denominadas “creación secundaria de dinero”; resultando además relevante el cálculo del multiplicador de los medios de pago, que es el indicador que resulta de dividir la oferta total de dinero entre la base monetaria y mide la velocidad a la que el sistema bancario está creando dinero a partir de la expansión primaria del Banco Central. Dicho indicador ha tenido un comportamiento con pendiente positiva desde 2011 evidenciando que el sistema bancario ha estado en la capacidad de ofrecer al público los instrumentos financieros para realizar eficientemente todas las transacciones en la economía, aun cuando la preferencia por el efectivo continúa hacia la baja; por lo que, en ese contexto, las previsiones de crecimiento de los medios de pago se ubican por arriba de las estimaciones de crecimiento de la emisión monetaria para el horizonte de pronóstico. De conformidad con los métodos de análisis de series de tiempo, el modelo de programación monetaria y con datos observados a noviembre de 2012, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) para diciembre de 2013 se ubicaría en 9.0% +/- 1 punto

porcentual, en tanto que para diciembre de 2014 se espera que registre un crecimiento de 11.0% +/- 1 punto porcentual.

El crédito bancario al sector privado constituye la principal fuente de financiamiento de la actividad económica, la cual es viable mediante el proceso de intermediación financiera realizado por la banca. El sistema bancario realiza una importante función al convertir pasivos, que por lo general son de corto plazo, en activos que normalmente son a largo plazo, facilitando la asignación recursos para financiar las decisiones de consumo e inversión productiva en la economía. La importancia de monitorear el comportamiento del crédito deviene, al igual que en el caso de la emisión monetaria y de los medios de pago, de la relación de éste con la demanda agregada, las tasas de interés, la inflación y la estabilidad financiera. En efecto, la relación entre el volumen de crédito y el producto interno bruto es por lo regular más estrecha que la relación entre éste y el dinero; no obstante, el proceso de otorgar créditos a largo plazo con recursos de corto plazo implica un riesgo para el sistema bancario que debe ser gestionado por las instituciones financieras. En ese sentido, cobra especial relevancia el origen de las fuentes de financiamiento, dado que si los recursos son internos, el manejo de los riesgos y las medidas de política monetaria tienen un enfoque distinto respecto a si los recursos provienen de fuentes externas. Adicionalmente, el crédito bancario en condiciones normales debería crecer un ritmo compatible con el crecimiento del producto interno bruto (factor de demanda) y con el aumento de las captaciones (factor de oferta). En ese sentido, tomando en cuenta los factores antes mencionados, para diciembre de 2013 se proyecta un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado en un rango de 15.2% +/- 1 punto porcentual, en tanto que para diciembre de 2014 sería de 16.0% +/- 1 punto porcentual.

Por último, en un marco de política monetaria fundamentado en un esquema de metas explícitas de inflación, los agregados monetarios no están sujetos al cumplimiento de metas de crecimiento; sin embargo, el programa monetario, lejos de perder relevancia, continúa siendo de mucha utilidad para la toma de decisiones de las autoridades monetarias, dado que el rigor metodológico de su construcción brinda una visión global y respeta la consistencia de las principales interrelaciones macroeconómicas, ayudando a identificar desviaciones de las diferentes variables de la economía, respecto de los niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos. En ese sentido, se elaboró un escenario monetario que guarda consistencia con la meta de inflación y con las estimaciones de crecimiento previstas para los sectores real, externo y fiscal (ver Anexo 2).

V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

Durante 2012, la política monetaria, cambiaria y crediticia, conforme la resolución JM-171-2011, continuó orientándose a la consecución del objetivo fundamental del Banco de Guatemala de propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios. La meta que determina la autoridad monetaria se constituye en el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de dicha autoridad y las expectativas de los agentes económicos. Para alcanzar dicho objetivo se reafirmó el compromiso de la autoridad monetaria de alcanzar una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual a partir de 2013 y con una meta intermedia para 2012 de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, con el propósito de ir convergiendo a niveles de inflación bajos y cercanos a la de los principales socios comerciales, dado que existe convicción de que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, disminuye la incertidumbre, incentiva la inversión y evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que afectan especialmente a la población más pobre, al preservar el valor de la moneda con lo cual evita la pérdida del poder adquisitivo de la misma. El mantener esa inflación baja y estable es la interpretación práctica del concepto de estabilidad de precios; ese objetivo fundamental definido por el legislador contribuye al objetivo más amplio de propiciar condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía (propiciando un crecimiento sostenido, de pleno empleo y en general de progreso y bienestar). Es por ello que se reconoce que la mejor contribución de los bancos centrales al crecimiento económico se basa en la confianza de que con sus acciones procurará la estabilidad de precios, pues como se indicó, estimula el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad.

Para evaluar la consecución de la meta prevista, se estableció dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC) que calcula el Instituto Nacional de Estadística, indicador que al 30 de noviembre registró una variación interanual de 3.11%, el cual anticipa que la inflación al final del año podría terminar en alrededor del 3.20%, valor cercano a la meta establecida para el presente año.

Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la autoridad monetaria, ocasión en la que se discute un balance de riesgos de inflación que considera elementos relacionados con el entorno y la coyuntura internacional y nacional, así como el seguimiento que se da a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, crediticio, cambiario y fiscal, entre otras y de otras herramientas cuantitativas de

pronóstico, con el propósito de que exista un balance integral y con suficientes elementos que permitan a los tomadores de decisión anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de los precios y tomar las decisiones que considere pertinentes de manera oportuna y evitar ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de la política monetaria. Durante 2012, como se indicó, la tasa fue modificada en una ocasión, reduciéndose en 50 puntos básicos y situándose a noviembre en 5.00%. Es importante recordar que el resultado alcanzado en materia de inflación no necesariamente resulta de las acciones adoptadas por la autoridad monetaria en el año en curso, debido a que dichas acciones se realizan sobre la base de una visión prospectiva y los resultados observados pueden ser producto de acciones tomadas con anterioridad, dado que suelen existir rezagos en los canales de transmisión de la política monetaria y, por tanto, los fenómenos ocurridos durante el año también podrían haber incidido en el logro de la meta indicada. Dentro del esquema de metas explícitas de inflación no se establece un objetivo de crecimiento económico o de tipo de cambio nominal o de un agregado monetario, ya que eso podría confundir a los agentes económicos respecto del objetivo de una inflación baja y estable.

Considerando que dentro de la política monetaria vigente se definió una serie de variables a las cuales se les daría seguimiento, a continuación se plantea la conveniencia o no de revisar las mismas.

A. POLÍTICA MONETARIA

1. Variables indicativas

Las variables indicativas constituyen un conjunto de variables cuyo fin es proporcionar una orientación a la política monetaria respecto de los factores que pueden modificar las condiciones monetarias y, por ende, influir en la trayectoria futura de la inflación. Para tales efectos, actualmente como variables indicativas se utilizan: el ritmo inflacionario total proyectado, el ritmo inflacionario subyacente proyectado, las expectativas de inflación del panel de analistas privados, la tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural. Luego del análisis sobre la idoneidad de dichas variables y tomando en cuenta que han sido un referente apropiado para determinar la postura de la política monetaria, se estima conveniente no efectuar cambio alguno a las mismas.

2. Variables informativas

a) Tipo de cambio real de equilibrio

A partir de 2012, el Banco de Guatemala incorporó en forma explícita el seguimiento de las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), en su conjunto de variables informativas para mejorar la comprensión de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria. Para ello se elaboraron dos modelos econométricos basados en sus determinantes que permiten estimar cuál es el tipo de cambio real (TCR) consistente con un equilibrio externo sostenible y un equilibrio interno donde la economía crece aproximadamente a su tasa potencial¹¹. Cabe indicar que, la propiedad más importante del concepto de tipo de cambio real de equilibrio es que éste no es un número rígido o estático, al contrario, su valor cambia con el tiempo, dependiendo del comportamiento de sus determinantes.

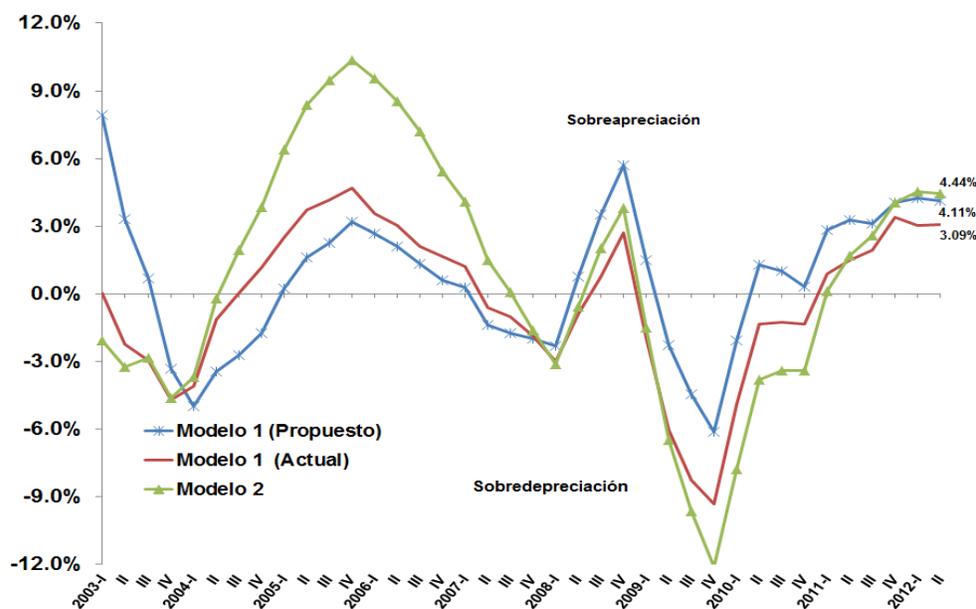
En el cálculo del TCRE, los determinantes deben ser considerados en sus niveles sostenibles de largo plazo y no en los niveles puntuales que existen en el momento del cálculo. De acuerdo con Edwards (2012)¹², entre los determinantes más importantes de esta variable se encuentran los siguientes: a) los precios de las exportaciones en relación con los precios de las importaciones (términos de intercambio); b) los flujos de capitales; c) las transferencias externas, incluyendo las remesas; d) el tamaño del sector público; y e) las diferenciales de productividad entre el país en cuestión y sus principales socios comerciales.

¹¹ En el caso de Guatemala, el TCRE se estima utilizando dos metodologías, la primera, sugerida por Sebastián Edwards y, la segunda, proviene de la estimación de un Modelo de Vector de Corrección de Errores. Ver “Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia”. Diciembre de 2011.

¹² “Las políticas monetarias y cambiarias en Guatemala: Una evaluación”. Sebastián Edwards. Julio de 2012.

Gráfica 12

Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio
(porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Es importante señalar que el TCRE es una variable no observable, razón por la cual existen diversas metodologías para estimarlo. En este contexto, y considerando las recomendaciones del doctor Sebastián Edwards, se propone incorporar las siguientes sugerencias para la determinación del TCRE de Guatemala: 1) utilizar las variables sugeridas por Edwards (2012) en el Modelo 1 que actualmente usan los departamentos técnicos del Banco de Guatemala; 2) ampliar la gama de modelos utilizados para evaluar el TCRE; en particular, se sugiere complementar los modelos existentes (Modelos 1 y 2) con un Modelo 3, de cuenta corriente de equilibrio¹³, dado que este tipo de modelo ha sido utilizado en forma creciente por distintos organismos financieros internacionales y bancos centrales; y 3) en el caso de los modelos utilizados actualmente por el Banco de Guatemala, el seguimiento del tipo de cambio real de equilibrio continuará siendo trimestral, dada la periodicidad de las variables que forman parte de los modelos indicados, calculando la diferencia porcentual entre el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) y la estimación de cada uno de los modelos propuestos, dentro de un margen de tolerancia equivalente a +/- 1 desviación estándar. Por su parte, la actualización de los cálculos del TCRE para el caso del modelo de cuenta corriente de equilibrio será

¹³ Para detalles metodológicos véase “Anexo 2 del Informe de Política Monetaria a Septiembre. Octubre de 2012”.

anual, dado que esa es la periodicidad usualmente utilizada en este modelo, calculando la diferencia porcentual entre el saldo de cuenta corriente sostenible y el saldo de cuenta corriente de tendencia (Modelo 3). Este último modelo estima una sobreapreciación real de 3.7%

Cuadro 5

Resultados de los Modelos 1, 2 y 3

Desalineación respecto al Tipo de Cambio Real de Equilibrio (+ = sobreapreciado)	
Modelo 1 (Actual)	3.1
Modelo 1 (Propuesto)	4.1
Modelo 2	4.4
Modelo 3 (1)	3.7

(1) Estimado a diciembre de 2012.

Fuente: Banco de Guatemala.

3. Instrumentos de política monetaria

El actual marco operativo de la política monetaria fortalece el impacto de los cambios en la tasa de interés líder sobre las decisiones financieras de los bancos y sociedades financieras, permitiendo un manejo más eficiente de la liquidez por parte de dichas entidades al generar la posibilidad de que éstas puedan mantener, en promedio, saldos menores de depósitos a corto plazo en el Banco Central y, por ende, tasas de interés activas y pasivas estables, dando mayor efectividad a los mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre la demanda agregada, el tipo de cambio real y, particularmente, sobre las expectativas y la trayectoria de la inflación.

En ese contexto, el Banco Central ha venido fortaleciendo su marco operativo, dentro de lo que cabe destacar las acciones tendentes al seguimiento que debe darse a la tasa de interés de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (*overnight*). En virtud de que en el esquema de metas explícitas de inflación resulta indispensable contar con información en tiempo real de las operaciones de reporto *overnight* realizadas entre las entidades bancarias, toda vez que si las tasas de interés negociadas se situaran muy por debajo (encima) de la tasa de interés líder de la política monetaria, sería un indicador de la existencia de excedentes (faltantes) de liquidez en el mercado, lo que permitiría al Banco de Guatemala participar más activamente durante el día, con el propósito de

situar la referida tasa interbancaria alrededor de la tasa de interés líder de política monetaria, como un objetivo de dicha política.

Sobre el particular, la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente instruye al Banco de Guatemala para que realice las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo real, de las operaciones interbancarias de reporto *overnight*; sin embargo, si bien durante 2012 el Banco Central ha realizado varias acciones para dar cumplimiento a lo instruido por la Junta Monetaria, cabe mencionar que en Guatemala no existe un mercado interbancario claramente identificado, en el que se transen exclusivamente operaciones entre instituciones financieras, toda vez que los bancos y las sociedades financieras efectúan sus operaciones de préstamos interbancarios (reportos) tanto en la Bolsa de Valores Nacional, S.A., por medio de casas de bolsa, como en el mercado extrabursátil.

En el contexto anterior, es oportuno comentar que en el mercado bursátil, las casas de bolsa realizan operaciones de reporto tanto por cuenta de entidades financieras como por cuenta propia o de otros inversionistas, razón por la cual se propone que la autoridad monetaria instruya a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en línea y en tiempo real, por los medios que éste indique, sobre la totalidad de operaciones interbancarias de reporto que realicen al plazo de 1 día (*overnight*).

4. Medidas para contribuir a la efectividad de la política monetaria

a) Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

i) Calendario de sesiones de decisión de la Junta Monetaria respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria

La determinación y publicación de un calendario de toma de decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria se realiza a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, además de contribuir a la reducción de la incertidumbre financiera e influir positivamente en las expectativas de inflación¹⁴. En ese sentido, el Banco de Guatemala deberá anunciar con antelación las fechas de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En Anexo 3 se presenta el calendario propuesto para 2013.

¹⁴ *Central Bank Governance Group* (2009). “El buen gobierno en los bancos centrales” Banco Internacional de Pagos, página 153.

ii) Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Para dar cuenta de la evaluación de la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia y tomando en consideración que dicha evaluación se hace de forma anual por la autoridad monetaria debido, entre otros aspectos, a que la política monetaria suele conducirse en entornos de incertidumbre; se sugiere que la misma se presente en diciembre de cada año.

B. POLÍTICA CAMBIARIA

Durante el año, el mercado cambiario mostró un comportamiento consistente con su estacionalidad de largo plazo, lo cual se vio reflejado en el comportamiento que a lo largo del año mostró el tipo de cambio nominal. Como se estableció en la política cambiaria vigente, la flexibilidad cambiaria que se requiere para el mejor funcionamiento del esquema de metas explícitas de inflación, implica que el Banco Central pueda tener alguna forma de participación en dicho mercado, siempre y cuando la misma no pretenda cambiar la tendencia del tipo de cambio, pues ello podría crear confusión en los agentes económicos, respecto al ancla nominal de la política monetaria. Por ese motivo, en 2012 continuó operando la regla de participación del Banco de Guatemala, la cual por su activación, hasta el 14 de diciembre implicó una participación neta de ventas por US\$99.7 millones (ventas por US\$205.9 millones y compras por US\$106.2 millones), participación que contribuyó a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia.

En ese contexto, considerando, por una parte, que la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, que en el escenario internacional aún prevalecen los riesgos y la incertidumbre, se estima prudente en este momento, mantenerla sin cambios.

C. POLÍTICA CREDITICIA

En el transcurso del año no fue necesario hacer uso de los instrumentos previstos en la respectiva política, por lo que se sugiere mantener vigente la misma, en tanto cobra vigencia la reforma al artículo 48 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, contenida en el Decreto Número 26-2012 del Congreso de la República.

VI. RECOMENDACIÓN

Los departamentos técnicos, en virtud de lo expuesto, se permiten recomendar a la Junta Monetaria lo siguiente:

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2012.
- B. Autorizar las modificaciones a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, en los términos propuestos en el presente documento.

ANEXOS

ANEXO 1
DEFICIENCIA NETA DEL BANCO DE GUATEMALA Y OPERACIONES DE
ESTABILIZACIÓN MONETARIA

I. ORIGEN DE LOS COSTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Los costos de política monetaria son muchas veces de carácter estructural y ocurren porque los bancos centrales tienen pasivos con costos por encima de sus activos rentables. La interrogante a plantear es ¿por qué existen pasivos con costos en un banco central? La respuesta a dicha interrogante tiene que ver con el hecho de que en el pasado muchos bancos centrales, en América Latina, por ejemplo, financiaban los déficits del gobierno con emisión inorgánica a cero costo o a un costo muy por debajo del mercado, lo cual generaba excedentes de liquidez que tenían que esterilizarse para evitar procesos inflacionarios severos o incluso hiperinflacionarios. También financiaban actividades productivas que el gobierno consideraba prioritarias con tasas de interés subsidiadas (práctica conocida como crédito dirigido). Otra fuente de costos, asociada a la anterior, fue la fijación de tasas de interés (represión financiera) que propiciaban arbitrajes, dado que los destinatarios de créditos dirigidos obtenían recursos a tasas de interés bajas, que luego prestaban a tasas de interés más altas, por lo que el banco central estaba, implícitamente, efectuando un subsidio de tasas de interés. En muchos casos el sostenimiento de regímenes de tipo de cambio fijo era una política de Estado y se realizaba a costa del uso de las reservas monetarias internacionales del Banco Central o la contratación de líneas de crédito o préstamos para atender las obligaciones del Estado frente a sus acreedores externos, que también generaban excedentes de liquidez. De hecho, en muchos casos luego del abandono de tipos de cambio fijos y la utilización de tipos de cambio múltiples, varios bancos centrales, incluyendo el de Guatemala, compraban divisas a un tipo de cambio similar al de mercado y las vendían al gobierno a un tipo de cambio “oficial”, que en la mayoría de los casos estaba muy por debajo del de mercado. Otra forma de generación de esos pasivos se daba cuando ocurrían rescates de instituciones bancarias y el costo de los mismos era absorbido por el banco central. Otros costos se generan cuando el banco central en su calidad de agente financiero no cobra al gobierno comisiones por este servicio o éste les pone un precio de manera arbitraria. También se generan estos pasivos cuando el banco central tiene que esterilizar los excedentes de liquidez que generan los déficits fiscales, sean estos financiados externamente o internamente. La misma esterilización de las pérdidas del banco central, al tener que ser neutralizadas con sus propios instrumentos (en lugar de títulos valores del gobierno central), genera un pasivo adicional que al no cubrirse la deficiencia contribuye a aumentar el saldo de las operaciones de mercado abierto, lo que genera un problema de *stock*, o cuando la deficiencia no se

cubre por el Estado a costo de mercado genera un problema de flujo que no contribuye a reducir el problema.

Pero ¿qué era lo que permitía que los bancos centrales incurrieran en esas prácticas? La experiencia de América Latina y la de una gran cantidad de países puso en evidencia que la principal causa para que un banco central generara pérdidas era la falta de autonomía e independencia de los bancos centrales, la cual se reflejaba en débiles marcos legales, que en muchos casos les asignaban objetivos múltiples o por la conformación de sus juntas monetarias, en las cuales predominaba la presencia de representantes del sector público; en muchos casos los titulares de los bancos centrales eran nombrados de manera política y, por tanto, respondían a los intereses de los gobiernos de turno; en otros casos la participación de los ministros de hacienda en esas juntas tenían doble voto, por lo que el banco central actuaba en línea con los intereses del gobierno central, todo ello aunque fuera en contraposición a sus propios objetivos. En otros casos, la presencia predominante del sector privado también generaba conflictos de interés, limitando también la toma de decisiones de las autoridades monetarias.

Estas operaciones que se denominan también cuasifiscales¹⁵, porque devienen de la responsabilidad que tiene el Estado de cumplir con una función pública que regularmente se le asigna a los bancos centrales, como lo es procurar la estabilidad de precios, terminaron erosionando el capital de muchos bancos centrales y comprometiendo la viabilidad futura para cumplir el mandato de velar por dicha estabilidad en el nivel general de precios, es decir, mantener el poder adquisitivo de las moneda que emite. Esto explica, en parte, porqué muchos países de América Latina experimentaron procesos serios de inflación o hiperinflación, o de dolarización en sus economías (que implica una pérdida de señoreaje, lo que además de afectar su resultado financiero, refleja una pérdida de credibilidad en la moneda y en su autoridad monetaria) ante la desconfianza en la moneda local.

Entonces ¿por qué otros bancos centrales no tienen deficiencia neta? En buena medida esto se debe a que en muchos países las operaciones de estabilización monetaria se llevan a cabo con títulos del tesoro y, por tanto, desde su origen los costos los cubre el Estado, para ello cada año se autoriza al Estado a que una parte de la emisión de bonos del ejercicio fiscal sea de uso exclusivo para los bancos centrales.

El problema de la falta de autonomía e independencia de los bancos centrales comienza a enfrentarse a finales de los ochentas y en la región centroamericana desde inicios de los noventas.

¹⁵ Todas las funciones del Estado tienen un costo y deben financiarse con ingresos corrientes preferentemente; la SAT por ley recibe 2% de los ingresos tributarios para cumplir su objetivo; las municipalidades, 10%; la Universidad de San Carlos, 5%; el Organismo Judicial, 4%, etcétera; en tanto que, la deficiencia del Banco de Guatemala en 2011 (Q1,017.0 millones) fue de alrededor de 2.3% de los ingresos corrientes registrados ese año, equivalente a sólo 0.3% del PIB, significativamente por debajo de las asignaciones antes citadas.

Se observó un gran interés por la sociedad de evitar la generación de burbujas o de procesos hiperinflacionarios, lo que dio lugar a que las autoridades legislativas de los países de la región mejorarán sus marcos de política monetaria, por medio de garantizar una mayor independencia legal, financiera e instrumental a los bancos centrales. Algunos países avanzaron rápidamente en la consolidación de dicha independencia y autonomía de sus bancos centrales, otros entre los que aparece Guatemala, que hicieron algunos cambios, no los completaron y, por ende, persisten algunos riesgos que los hacen aún vulnerables. En este sentido, vale traer a cuenta que *Fitch Ratings*, en su informe de 2011 sobre la calificación soberana de Guatemala, menciona el tema de la conformación de la Junta Monetaria, como una de las tareas pendientes.

Los resultados de los últimos años en materia de estabilidad macroeconómica evidencian con total claridad que se han dado procesos de desinflación y desdolarización en todos los países que actuaron seriamente en la dirección de otorgar autonomía e independencia a los bancos centrales, fortaleciendo su patrimonio, modificando la conformación de sus juntas monetarias, los procesos de designación de sus miembros y los periodos para los cuales son nombrados, estableciendo con claridad el objetivo del banco central y proveyendo los instrumentos y herramientas para que puedan ser utilizadas por el banco central con total independencia y flexibilidad. Ese esfuerzo de parte de los legisladores fue resultado de un convencimiento de que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, disminuye la incertidumbre, incentiva la inversión y evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que afectan especialmente a la población más pobre, al preservar el valor de la moneda con lo cual evita la pérdida del poder adquisitivo de la misma. El mantener esa inflación baja y estable es la interpretación práctica del concepto de estabilidad de precios. Ese objetivo fundamental definido por el legislador contribuye al objetivo más amplio de propiciar condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía (propiciando un crecimiento sostenido, de pleno empleo y en general de progreso y bienestar). Es por ello que se reconoce que la mejor contribución de los bancos centrales al crecimiento económico se basa en la confianza de que con sus acciones procurará la estabilidad de precios, pues estimula el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad.

II. ORIGEN DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA Y DE SU COSTO EN GUATEMALA

Al analizar los distintos pasivos del Banco de Guatemala, desde una perspectiva histórica, cabe indicar que en la década de los ochenta se generaron excedentes de liquidez causados principalmente por desequilibrios fiscales y cambiarios. En efecto, la crisis de la deuda externa en 1982, los sostenidos déficit fiscales que generaron niveles de endeudamiento importantes, la recurrencia de choques externos (caída en los precios de los principales productos de exportación,

aumento en los precios de los derivados del petróleo y el deterioro de los términos de intercambio) acompañada de una política fiscal expansiva financiada con recursos del Banco Central, no sólo no permitía transparentar el costo real de las políticas públicas, sino que generaba distorsiones en la asignación de recursos pues demandaba actuaciones del Banco Central en materia de tasas de interés o de tipo de cambio nominal, muchas veces contrarias a los fundamentos macroeconómicos; es decir, implicaba que el Banco de Guatemala tuviera que hacer esfuerzos importantes con los instrumentos a su alcance con el propósito de tratar de mantener una paridad cambiaria (que no era sostenible), o castigar el proceso de formación de capital al fijar tasas de interés (que no reflejaban las condiciones de mercado) a la vez que procuraba, con los pocos instrumentos con que contaba, que no se generaran procesos hiperinflacionarios o devaluatorios como los que se estaban observando en varios países de América Latina. El resultado a finales de dicha década se reflejó en desequilibrios macrofinancieros, un costo que se absorbió en el agotamiento de las reservas monetarias internacionales, una depreciación del quetzal y una inflación de 60.0%, aunque por muchos años la inflación se mantuvo en dos dígitos.

Con el propósito de mejorar la asignación de recursos en la economía, a partir de 1989 se inició un proceso de liberalización de las tasas de interés, tipos de cambio, eliminación de los controles de precios y una neutralización de los excedentes de liquidez con instrumentos de control monetario indirecto, como las operaciones de mercado abierto o de estabilización monetaria. No obstante ello, continuaban generándose costos de política monetaria pues, como se indicó, al perderse todas las reservas internacionales, el Banco Central tenía que contratar préstamos o líneas de crédito externas para atender los pagos internacionales del Estado, en su calidad de agente financiero, o para cubrir la demanda de los agentes económicos, lo que le generaba costos adicionales al banco central por el costo de dichos préstamos.

Al igual que muchos países del mundo, Guatemala, decidió continuar avanzando en la tarea de dotar de autonomía e independencia a su Banco Central, mediante la implementación de una serie de medidas y acciones complementarias a las iniciadas a finales de los ochentas, algunas de orden legal que incluso se llevaron a orden constitucional como la definir con claridad un sólo objetivo para Banco de Guatemala y la prohibición de otorgar crédito al gobierno. En adición se comienza a utilizar las operaciones de mercado abierto como el principal instrumento de política monetaria y se inicia el proceso de implementación de una matriz de modernización del sistema financiero. Esos resultados, si bien dieron sus frutos, no eran suficientes, pues comenzaron a reflejar que los excedentes de liquidez por esterilizar eran importantes e incidían en el costo de política monetaria. Por lo que también se requeriría de una acción operativa para fortalecer y mejorar la

eficiencia de la política monetaria, mediante el reconocimiento de la necesidad de recapitalizar al banco central.

En efecto, luego de las medidas de flexibilización financiera y cambiaria, el Banco de Guatemala implementó una estrategia de amortización de sus pasivos externos que terminó en marzo de 2006, cuando se pagó totalmente la deuda del banco central. Otro evento notable, como se indicó, durante ese periodo (específicamente en 1993) fue la prohibición al Banco de Guatemala de otorgar crédito tanto directo como indirecto al Gobierno Central, incluida en el artículo 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala, lo cual se constituyó en un cambio fundamental que detuvo la generación de excedentes de liquidez, asociadas al financiamiento directo o indirecto de déficits fiscales por parte del Banco Central, evitando generar, por esta vía emisión inorgánica. Este cambio es quizá uno de los pilares más importantes sobre los que descansa la política monetaria de Guatemala. Es evidente que estos cambios no fueron suficientes, pues el proceso de estabilización y ajuste económico demandaba la consolidación de la confianza y credibilidad de los agentes económicos en su autoridad monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, pero esto requería de continuar realizando operaciones de estabilidad monetaria, cuyo costo, si bien se venía reduciendo en la medida que fue bajando la inflación, también implicó un aumento en el *stock* de dichas operaciones, el cual aumenta además por la permanencia de déficit fiscales, que también generaban excedentes de liquidez.

Por este motivo, entre otros, se planteó a principios de los 2000 la necesidad de reformar la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, que entre otros propósitos buscaba fortalecer el patrimonio del Banco Central. Con la aprobación de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en 2002 se creó el marco fundamental para la restitución patrimonial del instituto emisor (detalle en Recuadro del Anexo 1); ello podría contribuir a resolver el problema de “stock” y de “flujos” que se observa en las operaciones de estabilización monetaria. El de stock (que se refiere a la deficiencia neta del Banco Central acumulada hasta 2001) alcanzaba un monto de alrededor de Q16,000.0 millones, mientras que el de flujos (que se refiere a las deficiencias netas anuales del Banco de Guatemala) significaban cerca del 1% del PIB, antes de 2002. En ambos casos se estableció la emisión de Bonos del Tesoro por parte del gobierno central para cubrir dichas brechas; en el caso del stock el pago se haría mediante un bono emitido a un plazo largo y a tasa de interés cero, mientras que para el tema de los flujos, éste se atendería mediante la entrega por parte del Ministerio de Finanzas Públicas de Bonos del Tesoro a un plazo menor pero a tasas de interés de mercado. En la práctica lo que ha sucedido es que el tema del stock no se ha resuelto porque nunca fue emitido el Bono del Tesoro de largo plazo, mientras que el de flujo se ha resuelto parcialmente, debido a dos circunstancias particulares; la primera, porque han habido dos años en que no se ha restituido la

deficiencia neta (2002 y 2011) y, la segunda, porque la entrega de los Bonos del Tesoro correspondientes a los años en los que se ha hecho la restitución, ésta ha sido a tasas inferiores a las de mercado, lo cual implica que el Banco Central no logra cubrir el costo de las operaciones de estabilización equivalentes al monto hasta ahora recibido (alrededor de Q3,400 millones hasta 2010, monto que apenas representa el 15.0% del saldo actual de dichas operaciones). Mientras no se solucione de manera permanente el tema patrimonial del Banco Central, el nivel de operaciones de estabilización monetaria en términos nominales puede aumentar y, por ende, el costo de política monetaria, aunque debe tenerse en cuenta que la deficiencia neta si se ha venido reduciendo como porcentaje del PIB, al pasar de 1.0% antes de 2002 a 0.3% en 2012; incluso es importante señalar que ha habido excedentes netos positivos en las cuentas del Banco de Guatemala cuando las condiciones financieras mundiales, en términos de rendimientos de las reservas internacionales, han sido favorables (2007 y 2008).

En adición, se ha procurado el mantenimiento de una política fiscal que resulte en déficit fiscales moderados, que hagan sostenible el nivel de la deuda pública en el mediano plazo. Si bien estos esfuerzos han sido importantes, se considera que debe haber una estrecha coordinación entre la política fiscal y la política monetaria con el propósito de que las decisiones de una no afecten negativamente a la otra. Evitando la predominancia fiscal¹⁶ que resulte en mayores costos para la política monetaria, evitando el uso apropiado del déficit fiscal como instrumento de política económica. Un uso adecuado de dicho déficit como instrumento, por ejemplo, sucede cuando éste no se genera por la falta de ingreso corriente para financiar gasto corriente, sino por el incremento de gasto en inversión, cuyo rendimiento no se dará en el año fiscal vigente, sino que posiblemente se verá en los años subsiguientes a los que se concluya la obra; siempre y cuando también el financiamiento de dichos proyectos no afecten la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo. Otra forma es cuando se utiliza como instrumento para enfrentar una crisis económica de origen externo o interno, es decir, con efectos contracíclicos, siempre y cuando el aumento en el gasto público pueda revertirse fácilmente cuando acabe la crisis.

La coordinación también resulta relevante para que el financiamiento de dichos déficit no resulte en un efecto desplazamiento (*crowding out*) que puede ocurrir cuando el financiamiento del gasto público compite por la liquidez que utiliza el sector privado para financiar sus proyectos

¹⁶ El FMI sugiere (ver revista Finanzas y Desarrollo, marzo de 1998) que para evitar la dominancia fiscal, la conducción de la política monetaria no debe ser limitada o restringida únicamente por objetivos fiscales. Lo anterior implica que el financiamiento del déficit del sector público no debe cubrirlo el banco central y debe ser limitado en el caso del sistema bancario, el gobierno debe tener una base tributaria amplia y no debe depender de un aumento de señoreaje resultante de emisión excesiva de dinero por parte del banco central, los mercados financieros locales deben ser lo suficientemente líquidos y profundos para absorber las emisiones de deuda del gobierno y del sector privado y la acumulación de deuda pública debe ser sostenible, evitando imponer restricciones a la política monetaria. En un escenario de dominancia fiscal, déficits fiscales altos provocarán presiones inflacionarias y, por ende, restringirán la efectividad de la política monetaria para alcanzar su objetivo de inflación y, dependiendo del grado de dicha dominancia, podrían obligar a la autoridad monetaria a conducir una política monetaria acomodaticia, en perjuicio de su objetivo fundamental.

productivos, lo que al final podría elevar “artificialmente” la tasa de interés. También la coordinación es oportuna cuando el financiamiento de los déficits públicos se realiza con recursos externos, por una parte, si bien puede ser conveniente para evitar el efecto desplazamiento, dependiendo de las condiciones externas también puede significar un incremento de los excedentes de liquidez de la economía, que el banco central debe esterilizar para evitar presiones de precios. En todo caso, siempre debe tenerse presente la evolución de otros factores económicos, como la demanda de crédito, el comportamiento de los precios, el tipo de cambio nominal, la posición externa y el ciclo de la actividad económica.

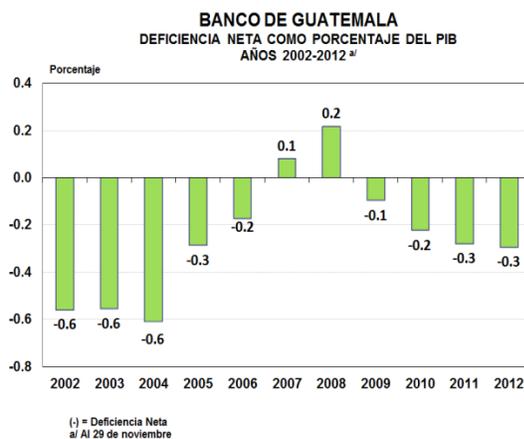
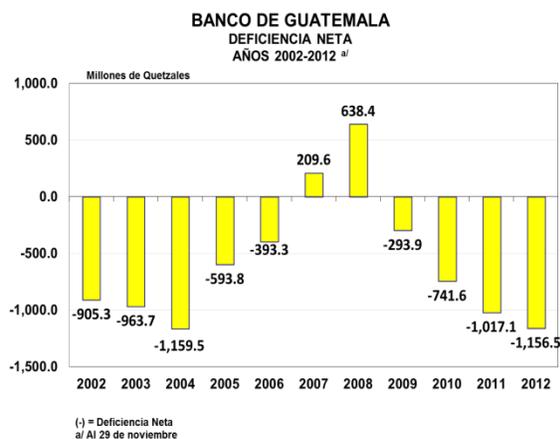
La Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aprobada por el Congreso de la República en 2002, también preparó el marco legal para la adopción del esquema de metas explícitas de inflación al establecer que el Banco Central tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y el marco de comunicación al público y rendición de cuentas a la sociedad. Dicho marco legal ha permitido que la política monetaria haya avanzado profundamente, al punto que se encuentra con prácticas similares a las de los bancos centrales más avanzados con la implementación de dicho esquema de metas explícitas de inflación. No obstante, aún hace falta un cumplimiento pleno de la referida ley en materia de restitución del banco central (independencia financiera). Además es necesario, como varios centros de investigación del país y organismos financieros internacionales (como el FMI) y expertos internacionales como el profesor Sebastián Edwards, lo han señalado, buscar una conformación de la Junta Monetaria¹⁷ que garantice plenamente la independencia funcional del Banco Central, lo cual, si bien actualmente no restringe de manera significativa dicha independencia, sí se considera una vulnerabilidad importante.

La ejecución de una política monetaria, en las condiciones planteadas, ha probado ser útil para la economía nacional, la inflación se ha mantenido en niveles de un dígito y ha venido reduciéndose año con año, lo cual ha permitido establecer una meta con horizonte de mediano plazo, que se encuentra en 4.0%, además, se logró restituir el nivel de reservas internacionales y éstas se han mantenido en niveles que permiten cubrir casi cinco meses de importaciones. No obstante, ha venido aumentando el saldo de operaciones de estabilización monetaria, lo cual es la principal fuente de costos operativos de la política monetaria que, como se ha indicado, se han venido reduciendo en términos del PIB. Si bien hasta la fecha esto es positivo, es menester buscar una solución más definitiva a la restitución patrimonial del Banco Central.

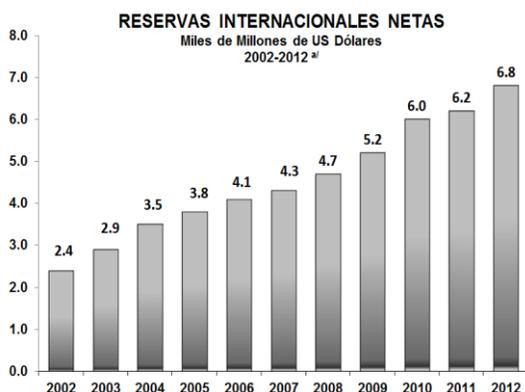
¹⁷ Actualmente, por virtud de la Constitución Política de la República de Guatemala, la Junta Monetaria está conformada por el Presidente del Banco de Guatemala, que lo es también de la Junta Monetaria, el Ministro de Finanzas Públicas, el Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación, el Ministro de Economía, un miembro electo por el Congreso de la República, un miembro electo por los bancos del sistema, un miembro electo por las cámaras empresariales organizadas y un miembro electo por la Universidad de San Carlos de Guatemala.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEFICIENCIA NETA

Como se mencionó en el apartado anterior, la combinación de efectos monetizantes y desmonetizantes hicieron que aumentara el nivel de las operaciones de estabilización monetaria que realiza el Banco de Guatemala, lo que ha resultado en un aumento en el costo nominal en la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, lo que aunado a un deterioro en las condiciones externas, que ha provocado una caída en los rendimientos de los activos externos, ha incidido, en que a partir de 2009 comenzara a registrar una deficiencia neta en el Banco de Guatemala que se sitúa en 0.3% del PIB en 2012. Al analizar el periodo 2002-2012, se observa que dicha deficiencia se situó en 0.6% del PIB y comenzó a disminuir hasta tornarse en excedente positivo entre 2007 y 2008. Entre los factores que explican este comportamiento reciente destacan: a) incremento de déficit fiscal por encima del 2.0% del PIB que generó excedentes importantes de liquidez que debieron neutralizarse mediante el uso de OEM lo cual continuó incrementando el *stock* de las mismas al pasar de Q11,686.5 millones en 2007 a Q21,059.2 millones en 2012. Sólo en 2012, por ejemplo, el financiamiento del déficit fiscal mediante la emisión de Bonos del Tesoro en el mercado internacional, si bien contribuyó al incremento de las reservas monetarias internacionales, implicó un esfuerzo adicional de esterilización que aumentó el saldo de las OEM y b) un entorno internacional menos benigno que ha implicado menores rendimientos sobre la inversión de los activos que forman parte de las reservas internacionales.



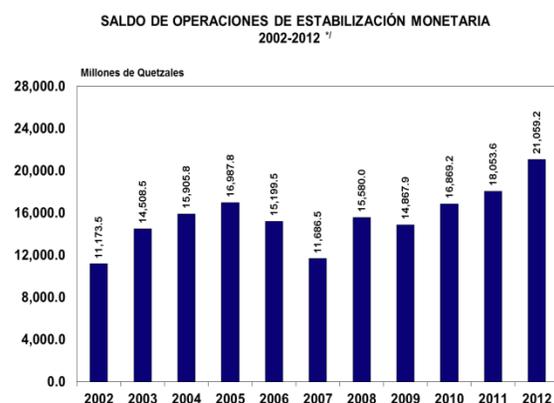
**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**



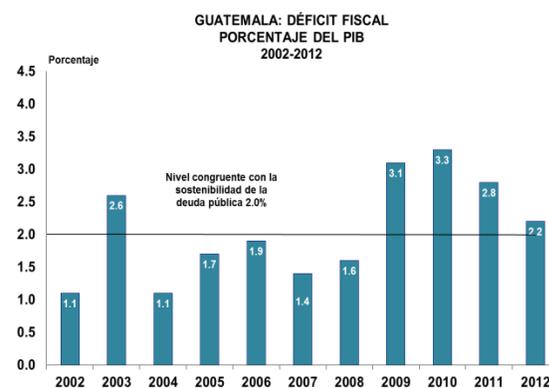
Nota: Para 2012, datos observados al 6 de noviembre de 2012.



^{1/} Corresponde al rendimiento de las Reservas Monetarias Internacionales susceptibles de ser invertidas. 2012, datos a noviembre.



^{1/} Al 30 de noviembre



Las mejores prácticas de la banca central relativas a su autonomía económica y financiera señalan la conveniencia de establecer claramente el tratamiento de las pérdidas y ganancias de un banco central, así como el mantenimiento y aumento de su capital por parte del Gobierno. Este aspecto lo incorpora la Ley Orgánica del Banco de Guatemala (Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República) en los artículos 8 y 9, que establecen que las deficiencias o excedentes netos derivados de la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, serán absorbidas por el Estado. En particular, el artículo 9 de la referida ley establece que el monto a que asciendan las deficiencias netas del Banco de Guatemala deben ser incluidas en el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado del ejercicio fiscal siguiente, para lo cual el Ministerio de Finanzas Públicas deberá prever que se cubran dichas deficiencias con bonos del tesoro u otros instrumentos financieros de que disponga dicho Ministerio.

Cabe traer a cuenta que el objetivo de la referida norma legal es, por un lado, mantener la sanidad financiera del Banco Central y, por el otro, generar en el mediano plazo una fuente adicional de ingresos para las finanzas públicas, a partir del momento en que el Banco Central

registre resultados positivos de manera permanente, puesto que los excedentes netos generados por esta institución pasarán a formar parte de los ingresos fiscales, conforme lo dispone el artículo 8 de la referida ley.

En ese sentido, si bien en las condiciones actuales la tendencia sería que el gobierno cubra en menor tiempo las deficiencias netas del Banco Central, lo importante es resaltar que en la medida en que el gobierno central mantenga una política fiscal disciplinada y sostenible en el largo plazo, que es la base para que el Banco de Guatemala reduzca acelerada y sosteniblemente sus operaciones de estabilización monetaria y, por ende, sus deficiencias netas futuras en un tiempo relativamente corto, en esa medida el monto a pagar por el gobierno por dicho concepto sería menor y, de igual manera, se reduciría el periodo en que deba hacerlo, consecuentemente, el gobierno empezaría a percibir los excedentes netos generados por el Banco Central.

Es importante puntualizar que la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por ende, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que dicha medida fortalecerá el patrimonio del Banco Central, lo que implica que éste contará con un mayor margen de maniobra en el uso de sus instrumentos monetarios para cumplir con su objetivo fundamental.

Para el ejercicio fiscal 2013, no obstante el mandato legal indicado, no se prevé que el Ministerio de Finanzas Públicas cubra la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente a su ejercicio fiscal de 2011, esto en vista de que el Congreso de la República, al aprobar el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para dicho año, eliminó el rubro de amortización que correspondía trasladar al Banco de Guatemala y aumentó en un monto equivalente a la referida deficiencia el gasto público, con lo cual aumenta el déficit fiscal aprobado en término de PIB de 2.2% a 2.5%. Cabe indicar que cuando se emite un bono de cobertura de la deficiencia neta del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas no tiene que hacer ningún esfuerzo de colocación, pues es únicamente un trámite administrativo. Mientras que si decide financiar con la emisión de bonos el déficit fiscal indicado deberá salir a los mercados financieros internos o externos a obtener dichos recursos.

RECUADRO
IMPORTANCIA DE QUE EL BANCO CENTRAL MANTENGA SU SOLVENCIA FINANCIERA

1. Autonomía económico-financiera

Uno de los pilares sobre los que se construyó la Ley Orgánica del Banco de Guatemala es el del fortalecimiento de la autonomía económica y financiera de la institución. En la práctica, ésta se relaciona con su solvencia patrimonial, con la sanidad de su balance contable y con su independencia presupuestaria. En general, la referida autonomía está influenciada por la forma en que esté regulado el crédito del banco central al gobierno o al sector privado, por el tratamiento legal que se les dé a los excedentes o deficiencias que dicho banco registre y por la manera en que se preserve su capital en el tiempo.

En cuanto al aspecto relativo al crédito del Banco de Guatemala al gobierno, cabe indicar que en Guatemala ha habido gran avance en esta materia, pues existe en el ámbito constitucional la prohibición a tal tipo de operaciones. En efecto, el artículo 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala es claro al establecer que *“Con la finalidad de garantizar la estabilidad monetaria, cambiaria y crediticia del país, la Junta Monetaria no podrá autorizar que el Banco de Guatemala otorgue financiamiento directo o indirecto, garantía o aval al Estado, a sus entidades descentralizadas o autónomas ni a las entidades privadas no bancarias. Con ese mismo fin, el Banco de Guatemala no podrá adquirir los valores que emitan o negocien en el mercado primario dichas entidades...”*

Sin embargo, cabe indicar que el aspecto relativo al capital del Banco de Guatemala tenía un tratamiento excesivamente ambiguo y débil en la legislación antigua. Por ello, la nueva Ley Orgánica le confiere a este tema un tratamiento especial. Ello es así porque las mejores prácticas de la banca central en el ámbito mundial señalan que un capital positivo y un balance contable transparente permiten al instituto emisor operar de forma más eficiente, debido a que le dan mayor margen de maniobra en el uso de los instrumentos de política monetaria y le posibilitan una mejor rendición de cuentas ante la sociedad.

Al respecto, vale subrayar que el Banco Central es una institución pública, que actúa por delegación del Estado y que, por tanto, su patrimonio es un activo de la nación, por lo que la preservación del mismo es una obligación del propio Estado, quien, a su vez, es el principal beneficiario de las actuaciones eficientes del Banco Central.

En efecto, el contar con un patrimonio sano le confiere a la Autoridad Monetaria un mayor margen de maniobra en sus actuaciones, permitiéndole implementar una política monetaria sana y ortodoxa, como es el caso en países más avanzados. Asimismo, un patrimonio positivo y un balance contable sano permiten incrementar la credibilidad del Banco Central ante la sociedad y, por ende, coadyuvan a una mayor efectividad de la política monetaria. Igualmente, la fortaleza financiera del instituto emisor implica una mayor transparencia de sus actuaciones y facilita la rendición de cuentas a la sociedad por parte del mismo.

2. Fortalecimiento de la autonomía económico-financiera

La autonomía económico-financiera del banco central tiene que ver, de manera muy especial, con la situación de su patrimonio.

a) Restablecimiento patrimonial del Banco de Guatemala

A raíz de las operaciones de estabilización monetaria que el Banco Central hubo de realizar en la última década del siglo pasado, las cuales se orientaron a corregir las consecuencias monetarias generadas por los graves desequilibrios fiscales y por la concesión de subsidios cambiarios, ambos acontecidos en la década de los ochenta, el Banco de Guatemala adquirió un considerable monto de pasivos que generaron costos, lo cual complicó la gestión de la política monetaria. En efecto, la persistente acumulación de pérdidas del Banco Central se constituyó en una restricción para la realización de operaciones de estabilización monetaria y un límite a la habilidad del mismo para cumplir con su objetivo fundamental. En ese sentido, el artículo 83 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece que el Estado, por medio del Ministerio de Finanzas Públicas, restituya al Banco de Guatemala el costo acumulado de tales pérdidas, a fin de garantizar la autonomía financiera del mismo.

Dicha disposición obedece al hecho de que, en principio, el origen de las referidas pérdidas es netamente fiscal. En efecto, los déficits fiscales gigantescos que se produjeron en el pasado (especialmente entre 1979 y 1981), combinados con modificaciones previas a las Ley Orgánica del Banco de Guatemala que prácticamente lo obligaban a financiarlos, ocasionaron graves desequilibrios monetarios y cambiarios. La monetización de tales déficits y la cobertura de los subsidios cambiarios que se adoptaron, generaron grandes excedentes de liquidez que fue necesario neutralizar posteriormente mediante operaciones de estabilización monetaria (OEM) que ocasionaron costos y pérdidas al Banco Central.

Conviene recordar que las OEM son una acción que el banco central emprende en la búsqueda de objetivos de Estado, como el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del poder adquisitivo de la moneda nacional. Todo ello

coadyuva al mantenimiento del valor del ingreso y ahorro de las personas. En tal sentido, es válido afirmar que las OEM constituyen la ejecución de una política de Estado, que el Banco de Guatemala realiza por delegación del mismo, de conformidad con los artículos 132 y 134 de la Constitución Política de la República.

El reconocimiento de las deficiencias acumuladas del Banco Central significa la recapitalización de éste por parte del Estado. Además, coadyuva a transparentar el balance del Banco Central, lo cual contribuye a una mejor calificación de riesgo-país, tomando en cuenta que, con la nueva Ley Orgánica, el Banco Central está sujeto a una auditoría externa.

b) Mantenimiento y protección del capital del Banco Central

Las mejores prácticas de la banca central moderna relativas a su autonomía económico-financiera destacan la conveniencia de establecer claramente el tratamiento de las pérdidas y ganancias del instituto emisor, así como el mantenimiento y aumento de su capital por parte del Gobierno. Este aspecto está contenido en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en los artículos 8 y 9, donde se establece que las deficiencias o excedentes netos derivados de la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia serán absorbidas por el Estado.

Cabe hacer hincapié en que la absorción de las utilidades y de las pérdidas del Banco Central por parte del fisco conlleva una serie de ventajas, entre las que pueden mencionarse las siguientes:

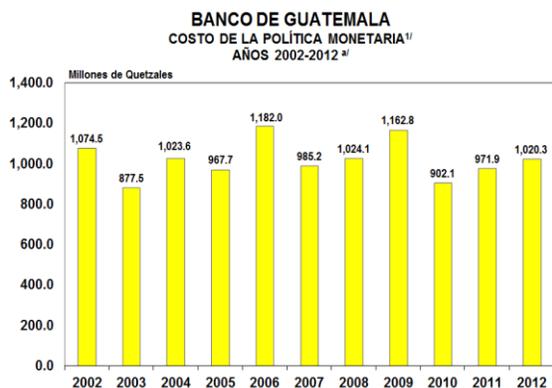
- Se transparenta el origen esencialmente fiscal de las pérdidas en que incurre el Banco Central en cumplimiento de su mandato de lograr la estabilidad macroeconómica.
- Aumenta la eficiencia y la credibilidad de la política monetaria, al reducirse las restricciones que una situación patrimonial débil le puede imponer.
- Elimina la emisión inorgánica de dinero que generan las OEM realizadas con documentos emitidos por el propio Banco de Guatemala (siempre y cuando las deficiencias anuales que se generen sean restituidas por el Gobierno Central a tasas de mercado).
- Favorece la transparencia y la rendición de cuentas, al evidenciar en su balance y en el del fisco el resultado de sus operaciones.
- Permite que el Banco de Guatemala opere normalmente, como cualquier banco central en el mundo, utilizando títulos emitidos por el fisco para la realización de sus operaciones de estabilización monetaria.
- Permite que en el futuro el Banco Central traslade utilidades al fisco. Se prevé que, una vez saneado su patrimonio, las operaciones normales del Banco de Guatemala habrán de generar excedentes netos.
- Mejora la imagen externa del país pues, como se indicó, la sanidad patrimonial del banco central es un aspecto esencial en la calificación de riesgo-país de las principales entidades calificadoras.
- Se cumple con los estándares internacionales y el Estado, como tal, se fortalece, ya que se adopta una práctica normalmente empleada a escala mundial.

Fuente: García Lara, Mario Alberto. "Antecedentes, elaboración y espíritu de la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala (Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República)". Mayo de 2002.

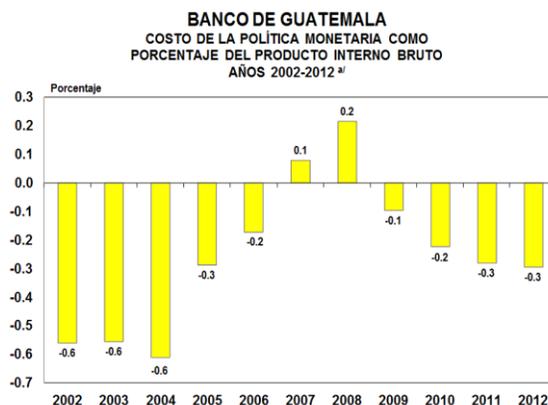
IV. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA

Como se indicó, las operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) constituyen el principal instrumento utilizado por el Banco de Guatemala para neutralizar los excedentes o inyectar los faltantes de liquidez en la economía. Las OEM, al finalizar 2001, alcanzaron un nivel de Q11,028.0 millones, equivalente a 7.5% del PIB; mientras que al 30 de noviembre de 2012 se ubicaron en Q21,059.2 millones, lo que equivale a 5.3% del PIB, que si bien representa un incremento en términos nominales de Q10,031.2 millones, implica una reducción de 2.2% en términos del PIB.

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**



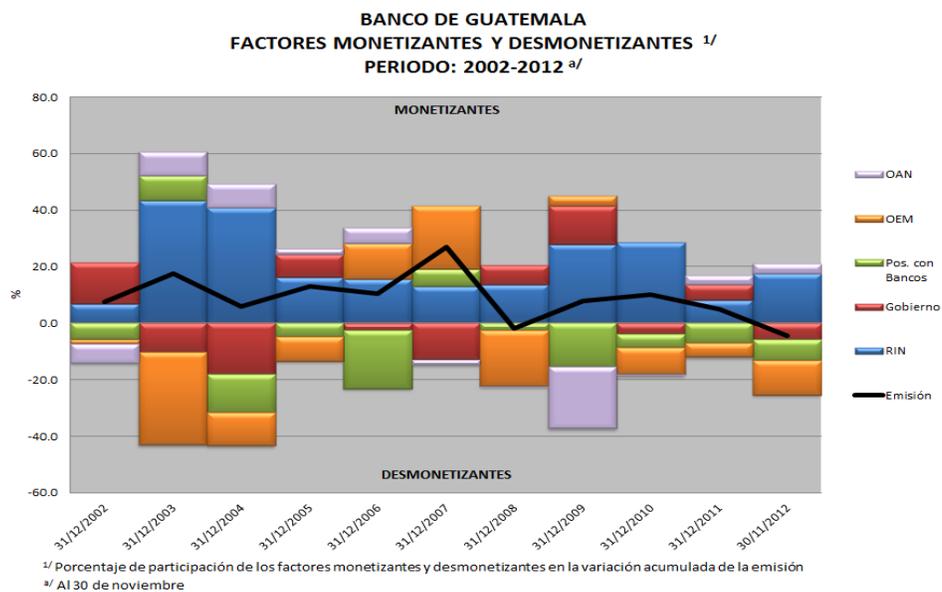
^{1/} Se refiere al concepto monetario, que incluye el criterio de lo percibido y no de lo devengado.
^{2/} Al 30 de noviembre



^{1/} Se refiere al concepto monetario, que incluye el criterio de lo percibido y no de lo devengado.
^{2/} Al 30 de noviembre

De conformidad con un análisis de factores monetizantes y desmonetizantes se puede observar que el principal factor de expansión monetaria en el periodo indicado ha sido el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN), las cuales pasaron de US\$2,347.9 millones al finalizar 2001 a US\$6,711.2 millones al 30 de noviembre de 2012, lo cual representa un incremento acumulado de US\$4,363.3 millones que en moneda nacional superaría Q34,400.0 millones. En ese sentido, toda esa monetización de origen externo fue parcialmente compensada con un incremento en la demanda de emisión monetaria por alrededor de Q14,000.0 millones, por el incremento del encaje bancario por alrededor de Q11,800.0 millones y por otros factores netos (desmonetizantes) de alrededor de Q1,430.0 millones; el resto fue necesario neutralizarlo con OEM.

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**



Por su parte, a lo largo del periodo de estudio, el incremento de RIN está asociado, principalmente, al incremento de la deuda pública externa, a los rendimientos obtenidos por la administración de las RIN, al incremento en el encaje bancario en moneda extranjera y a compras netas por la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

En resumen, actualmente las principales fuentes de monetización y, por ende, de generación de costo para el Banco Central son: 1) la persistencia de déficit fiscales; 2) el no cumplimiento pleno de la recapitalización del banco central; 3) los flujos que generan los bonos emitidos por el gobierno para reconocer parte de las deficiencias de años recientes a tasas por debajo del mercado; 4) el crecimiento del *stock* de operaciones estabilización monetaria; y 5) la esterilización del incremento de las RIN derivado del financiamiento de déficit públicos.

ANEXO 2

GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS

AÑOS: 2012 - 2013

-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2012 ^{e/}	2013 ^{py/}	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-1,740.1	-2,021.9	-281.8	16.2
A- BALANZA COMERCIAL	-5,630.1	-6,145.4	-515.3	9.2
Exportaciones FOB	10,153.9	11,218.8	1,064.9	10.5
Mercancías Generales	10,035.3	11,093.8	1,058.5	10.5
Principales Productos	2,823.5	2,893.8	70.3	2.5
Otros Productos	7,211.8	8,200.0	988.2	13.7
Bienes Adquiridos en Puerto	118.5	125.0	6.5	5.4
Importaciones FOB	15,784.0	17,364.2	1,580.2	10.0
Mercancías Generales	15,780.5	17,360.5	1,580.0	10.0
Bienes Adquiridos en Puerto	3.4	3.7	0.3	7.6
B- SERVICIOS	-86.7	-66.3	20.4	-23.6
Créditos	2,472.4	2,665.0	192.6	7.8
Débitos	2,559.1	2,731.3	172.2	6.7
C- RENTA	-1,683.9	-1,858.2	-174.3	10.4
Créditos	318.6	338.5	19.9	6.2
Débitos	2,002.5	2,196.7	194.2	9.7
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	5,660.6	6,048.0	387.3	6.8
Remesas Familiares (Netas)	4,791.6	5,127.1	335.4	7.0
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA* /	2,265.1	2,313.0	47.9	2.1
De los cuales:				
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	1.9	1.9	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	2,531.2	2,476.1	-55.1	-2.2
1- Inversión Directa	1,228.4	1,354.0	125.5	10.2
En el exterior	-18.7	-19.9	-1.2	6.5
En Guatemala	1,247.1	1,373.8	126.7	10.2
2- Inversión de Cartera	726.7	-9.7	-736.4	-101.3
3- Otra Inversión	576.1	1,131.8	555.8	96.5
Préstamos del Sector Público	42.6	632.6	590.0	1,384.9
ERRORES Y OMISIONES	-268.0	-164.9	103.1	-38.5
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	525.0	291.1	-233.9	-44.6
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)**/	-525.0	-291.1	233.9	-44.6

CUENTA CORRIENTE / PIB

-3.4

-3.7

^{e/} Cifras estimadas

^{py/} Cifras proyectadas

* / Incluye errores y omisiones

** / De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones por variaciones en los precios de mercado. En 2013, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de oro por US\$10.6 millones y a la desvalorización estimada en la tenencia de DEG por US\$1.7 millones. Por tanto, la variación de RIN es de US\$300.0 millones.

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2012 - 2013
Estructura porcentual y tasas de crecimiento**

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB
	2012 ^{e/}	2013 ^{py/}	2012 ^{e/}	2013 ^{py/}	2013 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.3	4.6	2.3	0.30
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.5	-24.1	-2.2	-0.01
3. Industrias manufactureras	17.9	17.8	3.1	2.9	0.53
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	2.8	6.8	4.5	0.12
5. Construcción	2.9	3.0	1.5	7.7	0.22
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.7	11.6	3.2	3.4	0.39
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.8	10.8	5.0	3.8	0.41
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.9	5.2	13.4	10.6	0.25 ^{1/}
9. Alquiler de vivienda	10.1	10.0	3.0	3.0	0.31
10. Servicios privados	16.0	15.9	3.0	3.2	0.51
11. Administración pública y defensa	7.8	8.0	4.3	6.7	0.52
PRODUCTO INTERNO BRUTO			3.0	3.5 - 3.9	

^{1/} Contribución neta de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI).

^{e/} Cifras estimadas

^{py/} Cifras proyectadas

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS 2012 - 2013**

Estructura porcentual y tasas de crecimiento

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2012 ^{e/}	2013 ^{e/}	2012 ^{e/}	2013 ^{py/}
1. GASTO DE CONSUMO FINAL	96.0	96.3	3.1	4.0
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	85.1	84.6	3.0	3.2
Gastos en consumo del gobierno general	11.1	11.8	4.5	10.0
2. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.4	15.0	2.4	7.9
3. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	25.7	25.9	1.6	4.6
4. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	36.8	37.6	3.4	5.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2+3-4)			3.0	3.5 - 3.9

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2012 - 2013
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2012 ^{e/}	2013 ^{py/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	45,530.6	54,025.1	8,494.5	18.7
A. Ingresos (1+2)	45,215.0	53,033.0	7,818.0	17.3
1. Ingresos Corrientes	45,201.3	53,022.5	7,821.2	17.3
a. Tributarios	42,635.7	50,375.7	7,740.0	18.2
b. No Tributarios	2,565.6	2,646.8	81.2	3.2
2. Ingresos de Capital	13.7	10.5	-3.2	-23.4
B. Donaciones	315.6	992.1	676.5	214.4
II. TOTAL DE GASTOS	54,025.5	64,591.6	10,566.1	19.6
A. De Funcionamiento	41,802.1	49,697.7	7,895.6	18.9
B. De Capital	12,223.4	14,893.9	2,670.5	21.8
III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL	-8,494.9	-10,566.5	-2,071.6	24.4
IV. FINANCIAMIENTO NETO	8,494.9	10,566.5	2,071.6	24.4
A. Interno	1,683.4	5,375.3	3,691.9	219.3
B. Externo	5,816.0	4,965.8	-850.2	-14.6
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	995.5	225.4	-770.1	-77.4
Carga tributaria	10.8	11.8		
Déficit/PIB	-2.2	-2.5		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

e/ Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas.

py/ Presupuesto aprobado.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2013
Millones de quetzales

Concepto	Total
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	54,025
Egresos	64,592
Corrientes	49,698
Capital	14,894
Déficit	10,566
(% del PIB)	2
Financiamiento externo neto	4,966
Financiamiento interno neto	5,375
Variación de Caja	225
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	2,460
En US\$	300
II. Activos Internos Netos	542
1. Gobierno Central	225
2. Resto del sector público	-408
3. Posición con bancos	-1,605
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-1,605
4. Otros Activos Netos	2,329
Gastos y productos	1,642
Otros	687
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	3,002
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	2,080
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-922
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-922

ANEXO 3

**CALENDARIO DE LAS SESIONES
EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN
RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2013**

FECHA
20 DE FEBRERO
20 DE MARZO
24 DE ABRIL
26 DE JUNIO
31 DE JULIO
25 DE SEPTIEMBRE
30 DE OCTUBRE
27 DE NOVIEMBRE

ANEXO 4

JUNTA MONETARIA
RESOLUCIÓN JM-171-2011

Inserta en el Punto Primero del Acta 50-2011, correspondiente a la sesión extraordinaria celebrada por la Junta Monetaria el 22 de diciembre de 2011.

PUNTO PRIMERO: Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

RESOLUCIÓN JM-171-2011. Conocidos los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en los que se presentan la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2011 y la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, respectivamente.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2011 se llevó a cabo en un escenario en el que el crecimiento económico mundial evolucionó favorablemente, aunque a dos velocidades: economías avanzadas con lenta evolución y economías emergentes con crecimientos altos; **CONSIDERANDO:** Que en el ámbito interno, la economía nacional continuó con la recuperación económica, al crecer el PIB 3.8% y que se ha materializado en la recuperación de los ingresos tributarios, del comercio exterior, de las remesas familiares, así como del crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que el ritmo inflacionario a noviembre se situó en 6.05%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual; **CONSIDERANDO:** Que mediante la política monetaria se logró abatir parcialmente las expectativas inflacionarias, fortalecer las reservas monetarias internacionales y la liquidez del sistema bancario, y se moderó la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica, aspecto que permitió impulsar el proceso de recuperación económica; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2012, la economía mundial estaría creciendo, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que la política fiscal continuaría con el proceso de consolidación y fortalecimiento de las expectativas de los agentes económicos, se proyecta que para 2012 el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, registre un crecimiento de entre 2.9% y 3.3%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se sustentan en las últimas estimaciones disponibles, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales por el FMI y otros organismos financieros internacionales, las cuales, podrían ser revisadas a la baja dada la incertidumbre que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2012 un ritmo inflacionario de 6.13%, por arriba del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna y a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que la continuación del proceso de consolidación fiscal de mediano plazo sirve de apoyo permanente a la conducción de la política monetaria y facilita la consecución de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual en el horizonte de mediano plazo; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno macrofinanciero incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambio que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que el Banco Central, en el ámbito de su competencia, adopte acciones encaminadas a la modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, en virtud de que dicho desarrollo mejora el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por ende, aumenta su efectividad; **CONSIDERANDO:** Que para el propósito indicado en el considerando anterior, las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se realizan al plazo de 1 día (*overnight*); **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe velar porque la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, su política monetaria no tiene periodo de vigencia definido, lo cual refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente determinar dicha política en los términos propuestos,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala,

RESUELVE:

I. TENER POR EVALUADA LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DE 2011.

II. DETERMINAR LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, DE LA MANERA SIGUIENTE:

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia está determinada para alcanzar dicho objetivo.

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

2. Meta de política

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

B. VARIABLES INDICATIVAS

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

1. Ritmo inflacionario total proyectado

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

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

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

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

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

4. Tasa de interés parámetro

Con el propósito de que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con la tasa de interés parámetro, dentro de un corredor.

EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2012

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

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

C. VARIABLES INFORMATIVAS

1. Emisión monetaria

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

2. Medios de pago

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

3. Crédito bancario al sector privado

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

4. Tipo de cambio real de equilibrio

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

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

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

6. Tasas de interés de corto plazo

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

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

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

1. Objetivo fundamental

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

2. Operaciones de estabilización monetaria

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

3. Flexibilidad cambiaria

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

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

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

b) Operaciones de estabilización monetaria

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

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

i) Operaciones de neutralización de liquidez

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)

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

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

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

• Subasta

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

• Ventanilla

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

ii) Operaciones de inyección de liquidez

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

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero

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

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

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

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

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

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

iv) Operaciones de mercado abierto

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

e) Encaje bancario

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

**EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA,
A NOVIEMBRE DE 2012**

2. Política cambiaria

a) Regla de participación

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

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

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

3. Política crediticia

a) Prestamista de última instancia

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

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

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

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

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

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

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

Se instruye al Banco de Guatemala para que realice las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo real, de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (overnight).

4. Información sobre liquidez bancaria

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre su posición de liquidez.

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

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

6. Información del mercado de divisas a plazo

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

7. Coordinación con la política fiscal

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

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

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

para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Se instruye al Banco de Guatemala para que, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, revise y, de ser el caso, proponga las modificaciones que se consideren necesarias a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE OPONGAN A LAS CONTENIDAS EN LA PRESENTE RESOLUCIÓN.

IV. AUTORIZAR A LA SECRETARÍA DE ESTA JUNTA PARA QUE PUBLIQUE LA PRESENTE RESOLUCIÓN, LA QUE ENTRARÁ EN VIGENCIA EL 1 DE ENERO DE 2012.



Amando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

ANEXO 1

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

- **Criterios para la Compra**
La regla para la compra estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
- **Criterios para la Venta**
La regla para la venta estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.
- **Participación por volatilidad inusual**
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
- **Liquidación**
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

ANEXO 2

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

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