

DICTAMEN CT - 3/2011



**EVALUACIÓN DE LA
POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA
A NOVIEMBRE DE 2011**

GUATEMALA, DICIEMBRE DE 2011



BANCO DE GUATEMALA

EDGAR B. BARQUÍN DURÁN
PRESIDENTE

Guatemala,
13 de diciembre de 2011

Señores Miembros Junta Monetaria:

Como es de su apreciable conocimiento, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, corresponde a la Junta Monetaria evaluar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia del país y, al presidente del Banco de Guatemala, tal lo dispuesto en el inciso c) del artículo 30 de dicho decreto, aprobar el Informe de Política Monetaria que el Banco de Guatemala debe publicar semestralmente y que contenga una explicación de la operaciones realizadas para alcanzar el objetivo fundamental del Banco Central.

Dentro del anterior contexto, esta presidencia estima pertinente que Junta Monetaria, a los efectos de darle cumplimiento a lo dispuesto en el inciso a) del artículo 26 antes citado, tome como documento base el Dictamen CT-3/2011 denominado "EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2011", aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala el 12 de diciembre de 2011, el cual cuenta con la aprobación del suscrito.

Hago propicia la ocasión para reiterarles las muestras de mi alta consideración y estima.



ÍNDICE
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A
NOVIEMBRE DE 2011

| | | |
|------|---|----|
| I. | CONSIDERACIONES EVALUATIVAS | 1 |
| A. | MARCO GENERAL | 1 |
| B. | PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL | 1 |
| C. | PANORAMA ECONÓMICO INTERNO | 3 |
| 1. | Inflación | 3 |
| 2. | Sector real | 3 |
| 3. | Sector externo | 4 |
| 4. | Sector bancario | 4 |
| 5. | Sector fiscal | 4 |
| D. | RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA | 4 |
| II. | PANORAMA MACROECONÓMICO | 5 |
| A. | MUNDIAL | 5 |
| 1. | Crecimiento económico y principales indicadores | 5 |
| 2. | Los riesgos del crecimiento económico mundial para 2011 | 13 |
| 3. | Las economías emergentes continúan desacelerándose de manera gradual, pero tienen que enfrentar un entorno externo más desfavorable | 13 |
| 4. | Volatilidad en los mercados financieros | 15 |
| 5. | Los precios internacionales de algunas materias primas se han estabilizado, pero permanecen en niveles elevados | 18 |
| 6. | Inflación mundial para 2011 | 20 |
| B. | NACIONAL | 21 |
| 1. | La actividad económica | 21 |
| 2. | La evolución del sector externo | 24 |
| 3. | La coyuntura de las finanzas públicas | 26 |
| 4. | Sistema bancario | 31 |
| III. | ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA | 36 |



| | |
|---|----|
| A. INFLACIÓN | 36 |
| 1. Comportamiento del ritmo inflacionario a noviembre de 2011 | 36 |
| 2. Inflación subyacente | 40 |
| 3. Inflación importada | 40 |
| 4. Inflación en otros países de la región | 40 |
| B. PROYECCIÓN ECONÓMICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012 | 42 |
| 1. Ritmo inflacionario total proyectado | 42 |
| 2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado | 42 |
| C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS) | 43 |
| 1. Diagrama de abanico | 43 |
| D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS | 44 |
| E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS | 44 |
| 1. Tasa de interés parámetro | 44 |
| 2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) | 44 |
| F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS | 45 |
| G. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA | 46 |
| 1. Emisión monetaria | 46 |
| 2. Medios de pago | 46 |
| 3. Crédito bancario al sector privado | 46 |
| 4. Tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, del sistema bancario (en M/N y en M/E) | 49 |
| 5. Tasa de interés de operaciones de reporto al plazo de 1 día | 49 |
| IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A NOVIEMBRE DE 2011 | 50 |
| A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER | 50 |
| B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM) | 51 |
| 1. Por plazo | 51 |



| | |
|---|----|
| 2. Por fecha de vencimiento | 52 |
| 3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria | 52 |
| V. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO | 53 |
| A. EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL MANUAL DE ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS | 53 |
| B. EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL QUINTO MANUAL DE BALANZA DE PAGOS | 53 |
| VI. AVANCES EN EL MARCO ANALÍTICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA | 53 |
| A. AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTO OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA | 53 |
| B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL | 54 |
| C. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL | 54 |
| ANEXOS | 56 |
| ANEXO 1 | 57 |
| ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2011 | 57 |
| ANEXO 2 | 65 |
| ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA | 65 |
| ANEXO 3 | 67 |
| MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA | 67 |

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2011

I. CONSIDERACIONES EVALUATIVAS

A. MARCO GENERAL

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

B. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2011 se han venido deteriorando en los últimos meses y persisten las diferencias entre países avanzados y emergentes, lo que se asocia, fundamentalmente a cuatro factores. El primero tiene que ver con el crecimiento de los Estados Unidos de América que para el primer semestre del año fue desalentador y acrecentó los temores respecto a una posible contracción de su actividad económica. Esta preocupación si bien se ha moderado ante los resultados que se evidenciaron en el tercer trimestre, continúa latente el riesgo de una desaceleración ante la intensificación de los problemas en Europa, que había resistido bien el primer trimestre del año, pero que mostró una clara tendencia a la desaceleración en el segundo y tercer trimestres. El segundo factor, se refiere a la intensificación de la crisis de deuda soberana en Europa y el posible contagio de los países de la periferia de Europa hacia países más grandes ante la preocupación sobre la efectividad de los mecanismos para garantizar la liquidez en la región, en un escenario de mayor estrés, han implementado las autoridades europeas. El tercer factor, se relaciona con el desempeño del sistema financiero europeo y sus efectos en la actividad real que magnifica el riesgo de una desaceleración económica más profunda y el último factor, se refiere al incremento, a nivel mundial, de la aversión al riesgo, lo cual ha incidido en la volatilidad en los mercados financieros de Europa aumentando significativamente los *spreads* de deuda soberana, incluso en países con fundamentos

macroeconómicos más sólidos como Italia y Francia.

En ese plano, se anticipa que el ritmo de recuperación económica mundial para finales de 2011 continuará siendo heterogéneo, dado que en las principales economías avanzadas seguirá siendo modesto, mientras que en las emergentes y en desarrollo podría continuar sólido, principalmente en las economías de Asia Emergente, América del Sur y de algunas de África, debido a mejores condiciones de acceso al crédito internacional, a las mejores cotizaciones de las materias primas (café, cobre y petróleo), así como a una mayor demanda interna en estos países. Sin embargo, un deterioro significativo del entorno externo genera riesgos, dado que podría inducir a una caída en los precios de las materias primas, lo que junto con el incremento mundial de la aversión al riesgo (que ocasionaría una reducción abrupta en los flujos de capital hacia las economías emergentes), afectaría la actividad económica de este grupo de países. Por el momento, se avizora que la desaceleración económica será un aterrizaje suave, y un cambio en las perspectivas dependerá, principalmente de que se logre el consenso político en Europa para adoptar medidas concretas, coordinadas y extraordinarias para resolver la crisis de la deuda soberana a efecto de evitar un contagio a otras regiones del mundo.

En el caso de muchas economías emergentes y en desarrollo se debe destacar que actualmente gozan de fundamentos macroeconómicos más sólidos, lo que les provee un margen en el manejo de sus políticas económicas; sus finanzas públicas son más fuertes y podrían adoptar medidas que compensen alguna debilidad de la demanda externa, además las que subieron sus tasas de interés de política monetaria hoy cuentan con espacios para poder ajustarlas en caso se requiera de una política más acomodaticia. Los riesgos principales se contraen a: 1) una disminución de la actividad mundial podría provocar una disminución en los precios de las materias primas, por lo que los países exportadores verían reducidos sus ingresos de manera importante, lo cual es especialmente relevante para América del Sur, en tanto que para otros países el aumento o el sostenimiento de precios de materias primas en niveles elevados reduciría los espacios para una política monetaria acomodaticia, lo cual es importante para



economías pequeñas y abiertas como las de Centroamérica; y 2) una demanda externa más débil puede afectar la recuperación en el ritmo de actividad económica de los países más dependientes del comercio con las economías avanzadas e incidir en los niveles de recaudación, lo que complicaría los procesos de consolidación fiscal iniciados con posterioridad a la crisis global de 2008-2009. Aun con esos riesgos parecería existir, en este momento un amplio consenso entre los organismos internacionales y en círculos de analistas económicos internacionales en cuanto a que si bien puede haber una desaceleración económica en las economías emergentes, ésta será moderada.

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

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

Las principales bolsas de los Estados Unidos de América y de Europa han descendido, debido a que ha prevalecido el criterio *flight to*

quality, debido al incremento en la aversión al riesgo. En esa dirección, el comportamiento en los mercados bursátiles y de renta fija hacia activos percibidos como más líquidos y seguros generó una mayor preferencia por los títulos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 y 30 años, a pesar del anuncio de una rebaja en la calificación soberana de ese país por parte de una agencia calificadoras, en agosto pasado.

A pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, el FMI estima que las condiciones financieras continúan siendo propicias para el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo, dado que en la mayoría de estas economías el crédito bancario se mantiene sólido y la búsqueda de rendimientos sigue estimulando las entradas de capital e incrementando la liquidez interna.

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



C. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

1. Inflación

El ritmo inflacionario, medido por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se situó a noviembre en 6.05% muy cerca del límite superior de la meta establecida por la autoridad monetaria para 2011 (5.0% +/- 1 punto porcentual). La evolución del ritmo inflacionario ha estado influenciada tanto por factores externos como internos y se ha reflejado principalmente en los rubros de *alimentos y bebidas no alcohólicas; vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y transporte*.

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

En cuanto a los factores internos, destaca el dinamismo que mostró la demanda interna y que se asocia a un ritmo de crecimiento de la actividad económica esperado para el cierre de año de 3.8%, superior al estimado inicialmente y que a lo largo del año se reflejó en el comportamiento dinámico del IMAE, de los ingresos tributarios, del comercio exterior y del crédito bancario al sector privado. Asimismo, la inflación subyacente a noviembre permaneció alta al situarse en 5.46% (2.76% a noviembre de 2010), lo que evidencia la existencia de presiones inflacionarias de demanda agregada. También habrían incidido efectos de segunda vuelta validados por el mayor ritmo de expansión en el crecimiento económico.

Con la información disponible los pronósticos de inflación total utilizando métodos econométricos (que corresponden a una proyección sin medidas de política monetaria) se ubicaría en 6.33%, en tanto que para finales de 2012 en 6.13%, en ambos casos por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la

meta de inflación para dichos años, situación que anticiparía la necesidad de mantener una postura de política monetaria restrictiva a efecto que la inflación converja a su meta de mediano plazo (4% +/- 1 punto porcentual) y para anclar las expectativas de inflación, las cuales permanecen elevadas (7.13% para 2011 y 6.37% para 2012, en ambos casos por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para diciembre de dichos años, según la encuesta de expectativas de noviembre).

2. Sector real

En el contexto descrito las condiciones externas continuaron siendo favorables para la economía guatemalteca a lo largo del presente año. Situación que se ha visto reflejada en los resultados positivos del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) correspondiente al segundo trimestre de 2011, la evolución favorable de indicadores de corto plazo, como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a octubre, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) llevada a cabo en el tercer trimestre del año, la información reciente de asociaciones de productores, de gremiales y de entidades públicas, así como la evaluación preliminar de los efectos de la Depresión Tropical 12-E¹ en la economía nacional, información que ha permitido a los departamentos técnicos del Banco de Guatemala revisar las estimaciones de crecimiento real del PIB para 2011 a 3.8% (2.8% en 2010), ubicándose por arriba del límite superior del rango proyectado en mayo del presente año (2.9% a 3.5%). Dicho comportamiento refleja, la evolución de la demanda externa por parte de los principales socios comerciales de Guatemala que se ha mantenido muy dinámica a lo largo del año, lo que aunado al incremento en los precios internacionales de los principales productos de exportación, habría incentivado a aumentar los volúmenes de producción agrícola. Por su parte, la mayor demanda externa contribuyó a un mayor dinamismo en la actividad manufacturera textil, mientras que la aceleración en el crecimiento económico del resto de países de la región permitió un aumento en las ventas a Centroamérica. En cuanto a la demanda interna,

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



ésta continúa mostrando un comportamiento dinámico, situación que se refleja en el ritmo de crecimiento, en términos reales, del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios, en el ingreso de divisas por remesas familiares y en la recuperación del crédito bancario al sector privado.

3. Sector externo

El comercio exterior de Guatemala ha continuado evolucionando positivamente, congruente con la mayor demanda de los principales socios comerciales del país. En efecto, las exportaciones FOB a octubre en términos de valor, crecieron 25.3%, en tanto que las importaciones CIF lo hicieron en 23.1%, mientras que las remesas familiares crecieron 5.9% a noviembre, lo que habría contribuido a que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se sitúe en 3.6% del PIB, el cual ha sido financiado por ingresos netos de capital privado (de los cuales alrededor de US\$800.0 millones corresponden a Inversión Extranjera Directa) y público, principalmente, provenientes de préstamos con organismos internacionales. El resultado de la balanza de pagos refleja que las reservas monetarias internacionales netas registraron al 30 de noviembre de 2011 un nivel de US\$6,037.6 millones, lo que cubriría 4.2 meses de importaciones (superior al estándar internacional de 3 meses de importaciones).

Durante el año, el tipo de cambio nominal mostró un comportamiento acorde a su estacionalidad; sin embargo, ha registrado cierta volatilidad, lo que activó la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, para moderar dicha volatilidad sin alterar su tendencia. Dentro del marco de flexibilidad cambiaria, al 30 de noviembre las compras netas de divisas por activación de la regla de participación ascendieron a US\$169.6 millones (compras por US\$421.7 millones y ventas de US\$252.1 millones).

4. Sector bancario

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

como por el aumento de los activos netos). Se considera que el referido indicador evidencia que el sistema bancario se mantiene solvente.

Con relación a la liquidez del sistema bancario, el informe señala que las entidades bancarias presentaron posiciones promedio de encaje legal positivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y que el riesgo de crédito, medido por la calidad de la cartera crediticia, mejoró respecto de septiembre de 2010, ya que el indicador de cartera vencida disminuyó al pasar de 2.7% a 1.8%. En cuanto al indicador de rentabilidad éste se ubicó en 21.2%, mayor en 3.4 puntos porcentuales al registrado al mismo mes de 2010 (17.8%), lo que denota una mejora en la eficiencia del sistema bancario, como consecuencia del margen de utilidad.

5. Sector fiscal

La situación financiera del Gobierno Central a noviembre registró un déficit fiscal de 1.7% del PIB (menor al registrado en igual periodo de 2010). Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal para finales de 2011 se situaría como máximo en 2.9% del PIB.

En el comportamiento de las finanzas públicas resaltan dos aspectos. El primero, se asocia a la evolución favorable de la recaudación tributaria, derivada, principalmente, del comportamiento dinámico de la actividad económica y de la aplicación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), en tanto que el segundo aspecto se relaciona con la ejecución presupuestaria, la cual fue afectada de manera adversa por la falta de recursos provenientes de fuentes de financiamiento externas previstas en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011.

D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

Como resultado de las presiones inflacionarias observadas a lo largo del año y que como se indicó provinieron tanto de factores de oferta como de demanda, la Junta Monetaria revisó en ocho ocasiones la tasa de interés líder de política monetaria decidiendo el 23 de febrero mantenerla en 4.50%; el 30 de marzo la elevó en 25 puntos básicos; el 27 de abril y el 29 de junio la mantuvo en 4.75%; el 27 de julio la incrementó a 5.00%; el 29 de septiembre la elevó en 50 puntos básicos; y la mantuvo en 5.50% el 26 de octubre y el 30 de noviembre. Para las decisiones indicadas Junta Monetaria tomó en consideración

los factores de orden externo, los riesgos inflacionarios, debido a la volatilidad observada en los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), y la mayor incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial; y en el orden interno, tomó en cuenta las presiones de demanda agregada, así como los efectos de segunda vuelta, derivados de los choques externos, y las expectativas de inflación.

II. PANORAMA MACROECONÓMICO

A. MUNDIAL

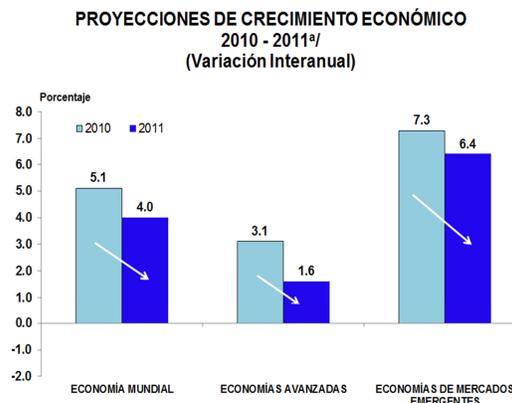
En este apartado se analiza el comportamiento reciente de la economía mundial y se plantean los riesgos del escenario internacional.

1. Crecimiento económico y principales indicadores²

a) Crecimiento económico mundial ininterrumpido, pero moderado y desigual

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

estima en 6.4%, asociado, principalmente, a una mayor demanda interna, mayores flujos de capital y crecimientos dinámicos de las exportaciones.



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

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

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



RECUADRO 1
ENFRENTANDO LOS DESAFÍOS FISCALES PARA REDUCIR LOS RIESGOS ECONÓMICOS

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

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

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

b) Crecimiento en las economías avanzadas

El FMI, como se indicó, prevé para las economías avanzadas en su conjunto, una tasa de crecimiento de 1.6% para 2011, debido, en parte, a una débil recuperación del consumo privado, el cual ha estado afectado por el deterioro de la situación patrimonial de las familias y por la debilidad del mercado laboral, así como por un mercado inmobiliario que continúa deprimido.

En el caso de los Estados Unidos de América, la fragilidad que aún presentan los balances de los hogares y de las empresas, el retiro del estímulo fiscal y las mayores tensiones en Europa (económicas, financieras y ahora políticas), han deteriorado notablemente la confianza de las empresas y la de los hogares con efectos directos sobre el gasto del consumidor. Cabe indicar que la reactivación del consumo de las familias también ha estado limitada por la debilidad de los mercados laboral e inmobiliario. Durante la crisis global de 2008-2009, la tasa de desempleo llegó a alcanzar un máximo de 10.1%, fluctuando desde entonces en torno a 9.0%. Hasta noviembre de 2011, más del

40.0% de los desempleados ha estado cesado por más de seis meses y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo se han mantenido por arriba de 400,000. En el mercado inmobiliario, el exceso de viviendas disponibles que prevalece desde la reciente burbuja inmobiliaria ha restringido nuevas construcciones, lo que aunado al creciente número de ejecuciones hipotecarias y a condiciones crediticias más restrictivas, mantienen el precio de las viviendas en niveles bajos, lo cual tiene un efecto adverso en la riqueza de las familias. Ante ese escenario, el FMI estima que el crecimiento para éste país se ubicará en 1.5%, debido al brusco deterioro de la confianza y a la mayor incertidumbre en cuanto al desempeño económico mundial han afectado la inversión empresarial y el consumo privado. Es por ello que el FMI considera que las políticas económicas deben encontrar un equilibrio entre apoyar la recuperación de corto plazo e iniciar un proceso de consolidación fiscal de mediano plazo que sea creíble. Aunque la economía estadounidense ha estado sujeta a presiones inflacionarias recientemente, el FMI considera que debe mantenerse el actual relajamiento monetario, pero apoyándose además en medidas



no convencionales como la segunda expansión cuantitativa (*Quantitative Easing II*), que contempló la compra de acciones por US\$600 mil millones y que venció en junio de este año. En esa línea, la Reserva Federal ha expresado su intención de mantener la tasa de interés objetivo en los niveles actuales (0.0% - 0.25%) hasta mediados de 2013 y antes de junio de 2012 extender la madurez de sus certificados mediante la compra de US\$400 mil millones en certificados del tesoro de largo plazo, financiado con la venta de certificados de corto plazo (Operación *Twist*⁴).

En el ámbito fiscal, el relajamiento de la política fiscal ha continuado en 2011 y luego del déficit primario registrado en 2010 de 7.7%, el FMI estima que éste cerrará en 7.0% en el presente año. Es importante tomar en cuenta que estas medidas de estímulo a la demanda agregada no han tenido efectos para acelerar el crecimiento económico. Por lo que, en adición a una política fiscal que mande señales creíbles en el mediano plazo y que difiera el ajuste fiscal en varias etapas para no afectar la actividad económica en el corto plazo, se requiere de políticas orientadas a recuperar la confianza del inversionista y del consumidor, mejorar el clima de negocios y fortalecer el marco regulatorio en el sistema financiero. Por ejemplo, el proyecto de ley de empleo estadounidense (*American Jobs Act*) busca reducir significativamente la contracción fiscal a corto plazo y un efecto neutral en el presupuesto del Estado a mediano plazo; sin embargo, todavía no se cuenta con un plan de ajuste de mediano plazo que establezca la deuda, pues el acuerdo alcanzado en agosto del presente año sobre el límite de la deuda no incluye reformas del sistema de pensiones ni medidas que permitan elevar los ingresos tributarios y está lejos de cumplir con la estrategia de lograr un ahorro presupuestario de US\$4 billones en los próximos doce años.

En la Zona del Euro, la presión de los elevados precios de las materias primas sobre los ingresos disponibles reales y la consolidación fiscal puesta en marcha, así como al efecto de la intensificación de la crisis de deuda soberana principalmente en Grecia, Portugal e Irlanda afectaron la confianza de los consumidores y de las empresas en toda la zona, lo que ha incidido en la significativa desaceleración que ha venido registrando la actividad económica de la región, así como en el contagio hacia algunas economías

más grandes de la región (especialmente, Italia, Francia y Bélgica). Dados los problemas de solvencia tanto de la banca como de algunos de los Estados miembros de la Zona del Euro, el presente año se caracterizó por una serie de reuniones del G-20 y de los políticos de Europa con el propósito de identificar medidas orientadas a resolver la crisis de la deuda soberana, a fortalecer los marcos de políticas macroeconómicas y de estabilidad financiera, así como a analizar una serie de medidas a implementar por parte de los países miembros de la Zona del Euro para proteger dicha moneda, incluyendo la creación del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF). Cabe destacar que a partir de la intensificación de los problemas en Grecia aumentó la incertidumbre, lo que ocasionó que se condicionaran algunos de los tramos de asistencia financiera a dicho país tanto de la Unión Europea como del FMI. Ante la preocupación de un eventual contagio hacia el resto de la región, el gobierno griego negoció un nuevo programa de asistencia financiera. La falta de consensos políticos entre las autoridades europeas, se reflejaron en una alta volatilidad y poca recuperación de los índices accionarios, así como en un endurecimiento en las condiciones de acceso a los mercados financieros no sólo de los países con problemas de deuda, sino en aquellos con fundamentos macroeconómicos más sólidos, incidiendo en constantes revisiones a la baja de las calificaciones soberanas y de la banca y en aumentos en las primas de riesgo de los bonos emitidos por dichos gobiernos. Entre las medidas adoptadas para tratar de resolver la crisis de deuda, destacan la ampliación de las facultades del FEEF, incremento en las facilidades de liquidez y la aprobación de un mecanismo para la recapitalización bancaria y, en el caso de Grecia, se logró la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda de dicho país. Entre otras medidas, el Banco Central Europeo retomó la compra de bonos de España e Italia con el objetivo de limitar un eventual contagio hacia las economías más grandes de la región. Hasta la fecha dichas medidas no han logrado recuperar la confianza de los inversionistas tanto en la región como en otras partes del mundo, lo que ha provocado una intensificación en la aversión al riesgo a nivel mundial.

En Japón, el desempeño de la actividad económica se vio fuertemente perjudicada por los efectos de los desastres naturales (terremoto y *tsunami*) en la producción industrial del país, la destrucción de plantas industriales y la pérdida de capacidad de

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



generación eléctrica, debido a la emergencia nuclear se tradujo en tasas de crecimiento negativas durante el primer semestre del año; sin embargo, a partir del tercer trimestre se evidenció una sustancial mejora en su actividad económica, impulsada por aumentos en las exportaciones y en el consumo, así como por la recuperación en la cadena de suministros que permitió que los niveles de producción y de ventas al exterior se ubicaran en los valores previos a los desastres

naturales. No obstante, para 2011 el FMI estima una contracción económica de 0.5%, debido al efecto acumulado de las contracciones observadas en el primer semestre del año. Ante un escenario de baja inflación, el Banco de Japón ha mantenido su tasa de interés de política monetaria en un rango de 0.0% - 0.10%, así como un programa de inyección de liquidez por medio de la compra de activos.

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

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

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

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

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

en la Zona del Euro se ha magnificado debido al débil desempeño económico de las economías de la región, lo cual dificulta los procesos de consolidación fiscal.

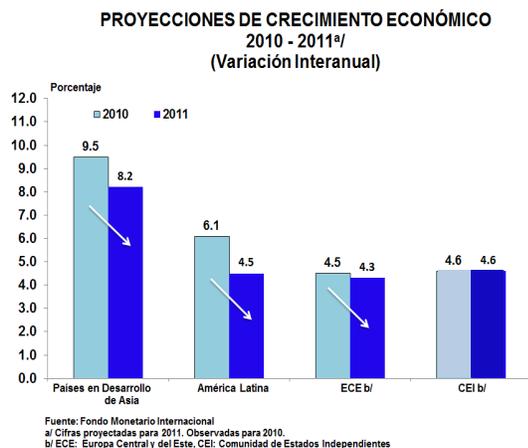
Si bien la estabilidad financiera global no se ha visto afectada por los problemas en Europa, sí vale destacar algunos riesgos latentes, como el hecho de que los bancos europeos no sólo son grandes, sino también globales, por lo que ante una quiebra de los mismos el contagio a nivel mundial podría tener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

Existe cierto consenso entre expertos internacionales de que la crisis en la Zona del Euro requiere convencer a los mercados que Europa puede adoptar medidas profundas y extraordinarias, lo cual ayudaría a recuperar la confianza. Algunas de las dificultades más relevantes para la adopción de tales medidas, se relacionan con el adecuado tratamiento del problema de riesgo moral que se deriva de los rescates financieros y con el establecimiento de una institucionalidad supranacional en la región que defina la condicionalidad de los paquetes de asistencia financiera y que limite de manera efectiva los niveles futuros de endeudamiento de los emisores soberanos de la zona. En todo caso, la situación actual es compleja, pero un manejo coordinado e integrado de la crisis, apoyado por un fortalecimiento en el marco regulatorio y en la supervisión financiera, hará más fácil enfrentar dicha complejidad.

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

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

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

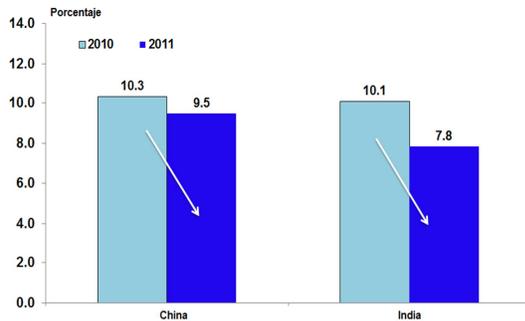


i) Países en desarrollo de Asia

La actividad económica en los países en desarrollo de Asia se mantiene firme, en respuesta a una aceleración en el crecimiento de la demanda interna debido a un fuerte crecimiento del crédito y de los precios de los activos. Las dos principales economías de la región, la República Popular China e India, continuarían liderando el crecimiento con cierta moderación respecto a 2010, pero a tasas elevadas (9.5% y 7.8%, en su orden). La República Popular China ha buscado moderar su crecimiento económico ante la preocupación de un sobrecalentamiento de su economía, por lo que en el transcurso del año implementó una política monetaria restrictiva y el retiro de algunas medidas de estímulo fiscal con el fin de moderar el ritmo de crecimiento de la inversión. En el caso de India, se prevé que en 2011 el crecimiento económico será menos dinámico ante la desaceleración de la inversión privada, debido a los efectos negativos derivados de la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial y de la aplicación de una política monetaria restrictiva orientada a moderar presiones inflacionarias. No obstante, el crecimiento económico en dicho país se ubicaría

por arriba del promedio de los últimos 10 años (7.30%).

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



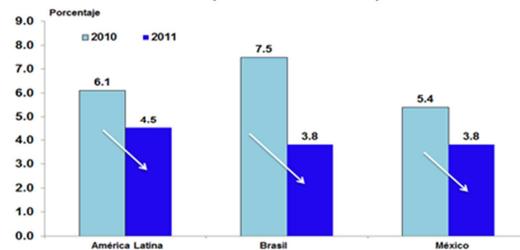
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Septiembre 2011.
a/ Cifras proyectadas para 2011. Observadas para 2010.

ii) América Latina avanza con crecimientos económicos dispares

Los países de América Latina continúan experimentando una evolución económica positiva, especialmente aquellos exportadores de materias primas. En dicho comportamiento ha contribuido el dinamismo de la demanda interna, la fuerte afluencia de capitales y términos de intercambio favorables; sin embargo, el ritmo de expansión ha empezado a moderarse, debido, en parte, al cambio adverso en el entorno económico mundial y a los recientes episodios de volatilidad en los mercados financieros. El FMI prevé que el crecimiento económico de la región se moderará, al pasar de 6.1% en 2010 a 4.5% en 2011. Para Brasil y

México, las economías más grandes de la región, se evidencia una moderación con respecto a las tasas de crecimiento registradas en 2010 (7.5% y 5.4%, respectivamente) al situarse en 3.8% en ambos casos. En el caso de Brasil, se debe, en parte, a un entorno externo menos favorable y a las medidas implementadas para evitar un sobrecalentamiento de la economía y moderar los temores respecto al resurgimiento de la inflación. Mientras que, en México refleja los efectos del modesto crecimiento en los Estados Unidos de América.

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



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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

^{py/} Cifras proyectadas

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

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

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



2. Los riesgos del crecimiento económico mundial para 2011

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2011 se han venido deteriorando en los últimos meses, aunque persisten las diferencias entre países avanzados y emergentes lo que se asocia, fundamentalmente a cuatro factores. El primero, tiene que ver con el crecimiento de los Estados Unidos de América que para el primer semestre del año fue desalentador y acrecentó los temores respecto a una posible contracción de su actividad económica. Esta preocupación si bien se ha moderado ante los resultados que se evidenciaron en el tercer trimestre, continúan latentes ante la intensificación de los problemas de Europa, que había resistido bien el primer trimestre del año, pero que mostró una clara tendencia a la desaceleración en el segundo y tercer trimestres. El segundo factor, se refiere a que la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más alarmante, dado el posible contagio de los países de la periferia de Europa a países más grandes de la región y aunque se considera que las medidas adoptadas en la cumbre de octubre de 2011 son adecuadas, existe preocupación por la implementación de las medidas y por la efectividad real de los mecanismos para garantizar la liquidez en la región, en un escenario extremo. El tercer factor, se relaciona con el desempeño del sistema financiero europeo y sus efectos en la actividad real que magnifica el riesgo de una desaceleración económica más profunda. El último factor, se refiere al incremento, a nivel mundial, de la aversión al riesgo, lo cual ha incidido en la volatilidad en los mercados financieros aumentando significativamente los *spreads* de deuda soberana, incluso en países con fundamentos macroeconómicos más sólidos como Italia y Francia. Esta aversión al riesgo implicó salidas de capitales hacia economías emergentes por parte de inversionistas que buscan de mayor calidad en sus activos, lo cual en algunos casos generó apreciaciones cambiarias en los países beneficiarios.

En Japón destacan riesgos importantes, como el temor de que una ralentización de la economía mundial pueda reducir la demanda por bienes japoneses de sus principales socios comerciales (la República Popular China, los Estados Unidos de América y la Zona del Euro). Asimismo, la presión a la apreciación del tipo de cambio generada por la entrada de capitales en búsqueda de un refugio seguro y las mayores demoras respecto de lo previsto para corregir las

cadenas de suministro podría mermar la confianza y moderar la demanda interna. En adición, el alto nivel de deuda pública de Japón (más de 200% del PIB) y la necesidad de avanzar con el proceso de reconstrucción, que significaría un aumento del gasto, deterioraría aún más la posición fiscal del país, haciendo imperativo que, al igual que en otras economías avanzadas, se formule un plan creíble de consolidación fiscal de mediano plazo.

En ese plano, se anticipa que el ritmo de recuperación económica mundial hacia el cierre de 2011 continuará siendo heterogéneo, dado que en las principales economías avanzadas el crecimiento seguirá siendo modesto, mientras que en las emergentes y en desarrollo podría continuar sólido, principalmente en las economías de Asia Emergente, América del Sur y de algunas de África, debido a mejores condiciones de acceso al crédito internacional, a las mejores cotizaciones de las materias primas (café, cobre y petróleo), así como a una mayor demanda interna en estos países. No obstante, el fuerte deterioro del entorno externo se constituye en un importante riesgo a la baja, dado que podría inducir una caída importante en los precios de las materias primas, lo que junto con el incremento mundial de la aversión al riesgo (que ocasionaría una reducción abrupta en los flujos de capital hacia las economías emergentes), provocaría una importante desaceleración en la actividad económica de este grupo de países. Por el momento, se avizora que la desaceleración económica será un aterrizaje suave, y un cambio en las perspectivas dependerá, principalmente, de que se logre el consenso político en Europa para adoptar medidas concretas, coordinadas y extraordinarias para resolver la crisis de la deuda soberana a efecto de evitar un contagio a otras regiones del mundo.

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

Las economías emergentes continúan creciendo favorablemente debido a una demanda interna dinámica. Por el lado de la demanda externa, el hecho que los precios de las materias primas producidas en algunas regiones como Latinoamérica (en particular, en América del Sur) y en Asia sigan altos y que sus exportaciones sigan creciendo, sustenta las perspectivas de un crecimiento económico dinámico para este grupo de países. Sin embargo, la turbulencia financiera



y política en Europa y el débil crecimiento económico en los Estados Unidos de América han incidido en el aumento de la volatilidad de los mercados financieros y de la aversión al riesgo global. El comportamiento de los mercados financieros generó flujos de capital a las economías emergentes aunque en menor magnitud que los observados en 2010, que si bien aún permanecen en dichas economías plantean el riesgo de que ante un escenario adverso podrían desacelerarse, lo cual dificultaría el manejo macroeconómico en dichas economías. Cabe resaltar que muchas de estas economías hoy gozan de fundamentos macroeconómicos más sólidos, lo que les provee un margen en el manejo de sus políticas macroeconómicas, sus finanzas públicas son más sólidas y podrían adoptar medidas que compensen alguna debilidad de la demanda externa. Durante el primer trimestre del año algunas de estas economías registraban crecimientos acelerados y riesgos de sobrecalentamiento, que comenzaron a reflejarse en presiones inflacionarias que demandaron acciones de política monetaria orientadas a moderar la rápida expansión del crédito al sector privado mediante incrementos en sus tasas de interés de política monetaria, al mismo tiempo que utilizaron medidas no convencionales para moderar la entrada de capitales. Una vez las presiones inflacionarias cedieron y se intensificaron los problemas económicos, financieros y políticos en Europa y en Estados Unidos de América comenzaron con políticas monetarias más acomodaticias ante las expectativas de una desaceleración en la actividad económica mundial. La moderación del crecimiento económico conlleva a considerar los siguientes riesgos: 1) una disminución de la actividad mundial podría provocar una disminución en los precios de las materias primas, por lo que los países exportadores verían reducidos sus ingresos de manera importante, lo cual es especialmente relevante para América del Sur, en tanto que para otros países el aumento o el sostenimiento de precios de materias primas en niveles elevados reduciría los espacios para una política monetaria acomodaticia, lo cual es importante para economías pequeñas y abiertas como las de Centroamérica; y 2) una demanda externa más débil puede afectar la recuperación en el ritmo de actividad económica de los países más dependientes del comercio con las economías avanzadas e incidir en los niveles de recaudación lo que complicaría los procesos de consolidación fiscal iniciados con posterioridad a la crisis global de 2008-2009. En el caso de los

países de la región, al ser importadores netos de materias primas, la reducción del precio de las mismas (en particular petróleo y alimentos) tendría un efecto favorable en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en la inflación, pero podría incidir en una caída en la actividad económica. Aun con esos riesgos existe un amplio consenso en los organismos internacionales y en círculos de analistas económicos internacionales de prestigio que si bien puede haber una desaceleración económica en las economías emergentes, ésta será moderada (por ejemplo, *Consensus Forecast* estima en su informe de noviembre que para 2011 China crecerá 9.1%, el resto de Asia 4.5% y América Latina 4.2%). En el mediano plazo estas economías tendrán que continuar realizando esfuerzos por aumentar los niveles de productividad y competitividad para seguir registrando crecimientos sostenibles.

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

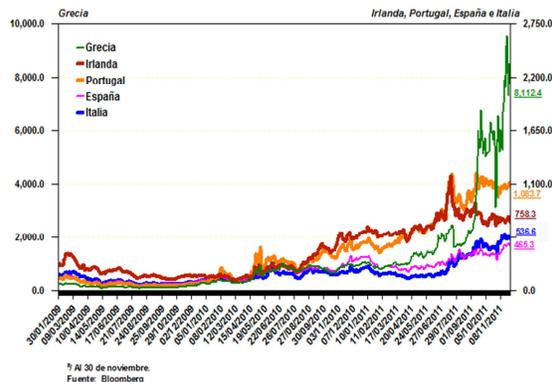
En cuanto a los precios de las materias primas, los conflictos geopolíticos en el Oriente Medio y en el Norte de África, los efectos de los desastres en Japón (terremoto, *tsunami* y emergencia nuclear) y la incertidumbre en torno a la crisis de deuda en la Zona del Euro continuaron impactando los precios internacionales de las materias primas, en especial el del petróleo, incidiendo negativamente en las perspectivas a corto plazo de la economía mundial. La estabilidad a corto plazo del mercado petrolero

dependerá, luego del crecimiento vigoroso experimentado hasta finales de 2010, tanto de la moderación del crecimiento de la demanda del crudo, como de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros países ajenos a dicho ente. Por su parte, los precios internacionales del maíz y del trigo, también se han estabilizado, aunque permanecen en niveles elevados; el primero, por el aumento en la demanda de la República Popular China y por el incremento como insumo para la producción de etanol por parte de los Estados Unidos de América; y el segundo, por la influencia de condiciones climáticas adversas que han afectado la producción.

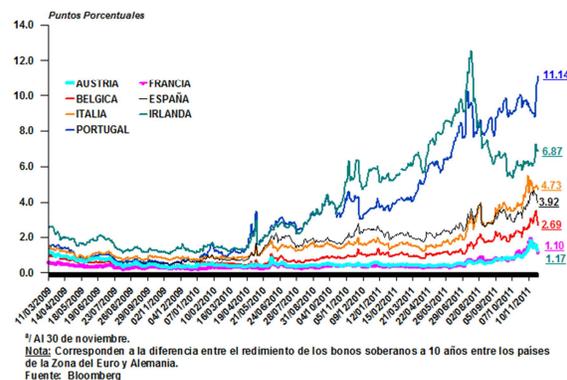
4. Volatilidad en los mercados financieros

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

PRIMA DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DEL DEUDOR (CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD) 2008 - 2011^{a1}



ZONA DEL EURO: DIFERENCIAL DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS RESPECTO DE LOS BONOS ALEMANES 2009 - 2011^{a1}

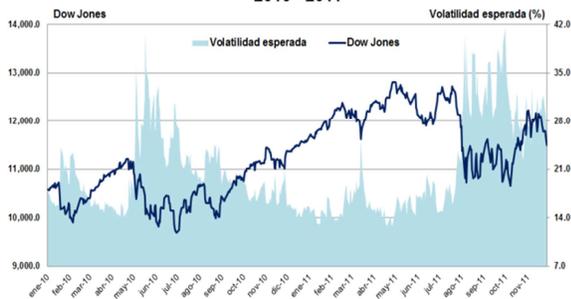


En la denominada Cumbre del Euro, realizada el 27 de octubre de 2011, se acordó que los inversionistas privados cambiaran sus tenencias de deuda soberana griega con un descuento nominal del 50%, que los bancos europeos incrementaran su capital para junio de 2012 y que se mejorará la coordinación de las políticas presupuestarias en los países de la Zona del Euro. A pesar de estas medidas, los mercados nuevamente experimentaron incertidumbre, al extremo que continuaron aumentando los diferenciales de los bonos a 10 años respecto de la deuda de Alemania.

Las principales bolsas de los Estados Unidos de América y de Europa han descendido, debido a que ha prevalecido el criterio *flight to quality*.

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

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



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

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



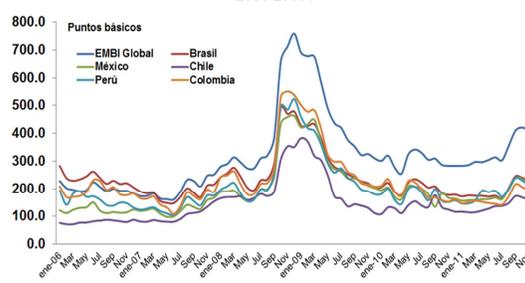
^{a/} 30 de noviembre.
MSCI: Es un índice creado por Morgan Stanley Capital International diseñado para medir el desempeño del mercado accionario. Nota: El índice para América Latina está conformado por 7 países. El índice para Economías Emergentes por 26 países.
Fuente: Bloomberg.

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



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

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



^{b/} Promedio al 30 de noviembre.
^{c/} EMBI GLOBAL SPREAD, El Spread soberano es el premio expresado en puntos base que los inversionistas exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno de un país distinto al de Estados Unidos de América. El EMBI global spread (Emerging Markets Bond Index global spread) es un promedio ponderado de diferenciales soberanos según la capitalización de mercado de cada instrumento.
Fuente: JP Morgan

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

En el caso de las economías emergentes, el índice de *Morgan Stanley Capital International (MSCI)*, que mide el desempeño del mercado accionario, evidencia una merma de 20.0% a partir del segundo semestre del año. Similar comportamiento se ha observado en el índice para América Latina, el cual ha caído 19.5% en igual período.

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

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

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



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

TIPOS DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS

Moneda por US Dólar

| Tipo de Cambio | Tipo de Cambio | | | Variación | |
|-------------------------------|----------------|-------------|-------------|-----------|-----------------------|
| | Al 31-12-09 | Al 31-12-10 | Al 30-11-11 | 2010/2009 | NOV - 2011/DIC - 2010 |
| Zona del Euro (Euro) | 0.698 | 0.747 | 0.744 | 7.08 | -0.48 |
| Reino Unido (Libra Esterlina) | 0.619 | 0.641 | 0.636 | 3.43 | -0.64 |
| Suiza (Franco) | 0.966 | 0.937 | 0.923 | -3.08 | -1.49 |
| Japón (Yen) | 93.140 | 81.120 | 77.570 | -12.91 | -4.38 |
| México (Peso) | 13.085 | 12.340 | 13.650 | -5.69 | 10.61 |
| Brasil (Real) | 1.740 | 1.661 | 1.809 | -4.54 | 8.87 |
| Chile (Peso) | 507.450 | 468.000 | 515.750 | -7.77 | 10.20 |
| Perú (Nuevo Sol) | 2.888 | 2.806 | 2.705 | -2.83 | -3.61 |
| Colombia (Peso) | 2043.780 | 1907.700 | 1950.560 | -6.66 | 2.25 |

Fuente: Bloomberg

Nota: Signo negativo significa apreciación.

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

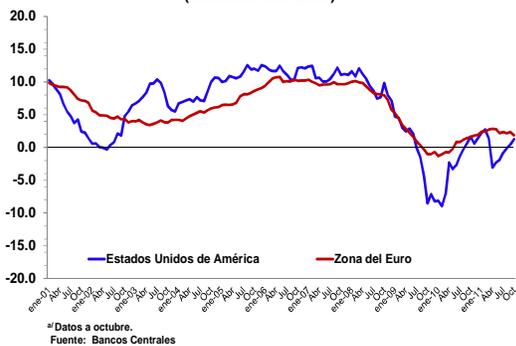
Se estima que América Latina atraerá US\$256.8 miles de millones en flujos netos privados de capital en 2011 frente a los US\$258.8 del año anterior. El IIF considera probable que los flujos por *carry trade*⁶ continúen en la región de América Latina, derivado de políticas monetarias restrictivas en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

Por último, una característica de la evolución mundial en 2011 es la divergencia en las condiciones de los préstamos bancarios entre

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

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

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO 2001-2011^{a)} (Variación Interanual)



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

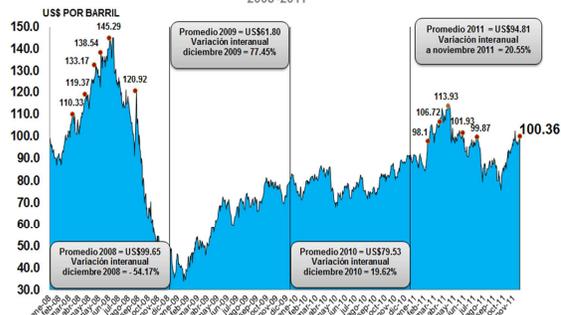
Durante el primer semestre del año, los conflictos geopolíticos en Oriente Medio y en el norte de África, así como los efectos de las catástrofes naturales en Japón, impactaron los precios, en especial los del petróleo y aunque mostraron una caída a partir de agosto, en la última parte del año se han incrementado ante la rigidez de la oferta, especialmente de la OPEP y del dinamismo de la demanda proveniente de varias economías con mercados emergentes. En efecto luego de acercarse en abril a valores por arriba de los US\$100.0 por barril, el precio del crudo ha mostrado una tendencia a la baja aunque con episodios de fuerte volatilidad, ubicándose incluso en valores por debajo de los US\$80.0 por barril. Al 30 de noviembre de 2011, el precio promedio anual se ubicó en US\$94.81 por barril y las previsiones para finales de año apuntan a que se estabilizará a niveles cercanos a US\$100.0 por barril. Dicha estabilización del precio se asocia a la expectativa de una disminución en la demanda, asociada a la ralentización del crecimiento económico mundial, principalmente, por la moderación en el crecimiento económico observado en los Estados Unidos de América, así como por la reducción en la demanda de petróleo por parte de la República Popular China, ante una contención del crecimiento en el sector industrial.

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

los mercados esperan que los precios se mantengan elevados.

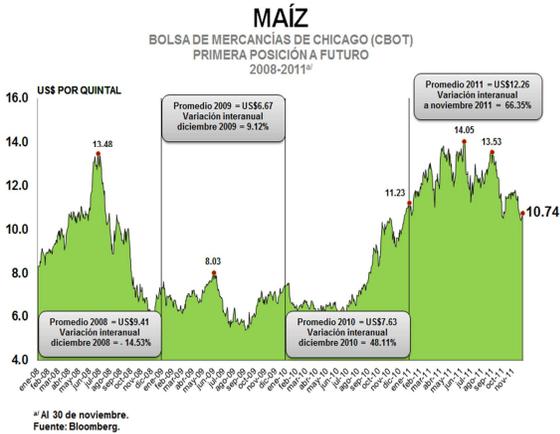
PETRÓLEO

BOLSA DE MERCANCÍAS DE NUEVA YORK (NYMEX)
PRIMERA POSICIÓN A FUTURO
2008-2011^{a)}



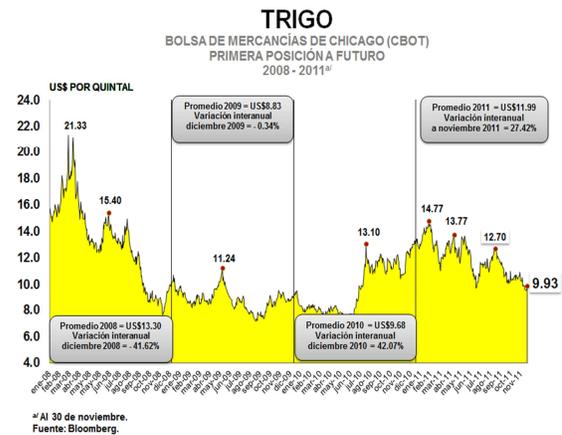
Los precios de los alimentos han experimentado una disminución moderada respecto de los máximos de los últimos meses, pero siguen estando elevados en comparación con el mismo periodo de 2010. Recientemente, la mejora de las perspectivas de oferta a corto plazo de algunos cultivos importantes ha dado cierta tranquilidad. Sin embargo, el equilibrio en los mercados de los alimentos continúa siendo precario, dado que, en el caso de algunos cultivos importantes como el maíz, los inventarios son bajos y en consecuencia los precios serán muy sensibles a variaciones de las perspectivas de la oferta y la demanda. El riesgo inmediato es que algunos cultivos fundamentales sufran otra ronda de choques de oferta causados por condiciones climáticas adversas.

El precio del quintal de maíz se ha estabilizado en niveles superiores a los observados en 2010. Al 30 de noviembre de 2011, el promedio anual se ubicó en US\$12.26 y representó un incremento interanual de 66.35%, asociado en parte, al aumento en la demanda de la República Popular China. Entre los factores de oferta, destacan los problemas climáticos que afectaron, más de lo esperado, las áreas de cultivo en los Estados Unidos de América. Se prevé que el precio del maíz se mantenga en niveles altos, debido a la reducción en inventarios y a los efectos de las condiciones climáticas adversas en el rendimiento de las cosechas.



El precio internacional del trigo, en promedio, es mayor en 27.42% al registrado en 2010, y obedece principalmente a los factores siguientes: a) la prohibición de exportaciones en el caso de Rusia; b) la imposición de cuotas por parte de Ucrania; y c) la intensificación del

fenómeno de La Niña que afecta severamente a Australia, uno de los principales productores y exportadores de trigo.



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

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

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

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

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

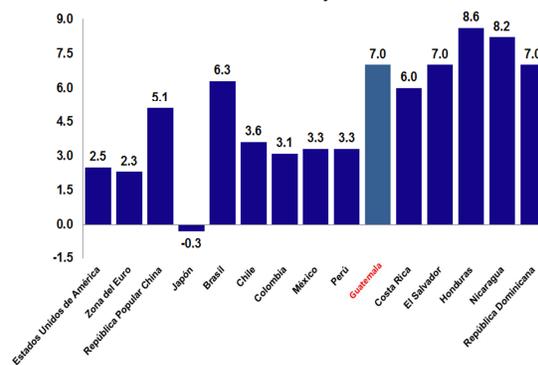
6. Inflación mundial para 2011

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

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

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

PROYECCIONES DE INFLACIÓN PARA 2011^{a)}
Porcentajes

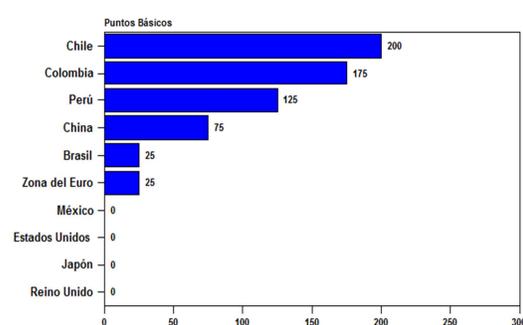


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Actualización Informe Perspectivas de la Economía Mundial, Septiembre 2011.
^{a)} Corresponde a la proyección para fin de periodo.

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

La tasa de interés de política monetaria de Chile acumuló un incremento de 200 puntos básicos, seguida por la de Colombia con 175 puntos básicos, Perú con 125 puntos básicos y Brasil con 75 puntos básicos; en tanto que en México se mantuvo invariable. En Asia, el Banco Central de la República Popular China ajustó al alza su tasa de interés objetivo y subió el encaje, pero desde julio no la ha incrementado y recientemente redujo la tasa de encaje bancario, luego de la moderación de las presiones inflacionarias.

VARIACIÓN ACUMULADA DE LA
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
Del 31 de diciembre de 2010 al 30 de noviembre de 2011



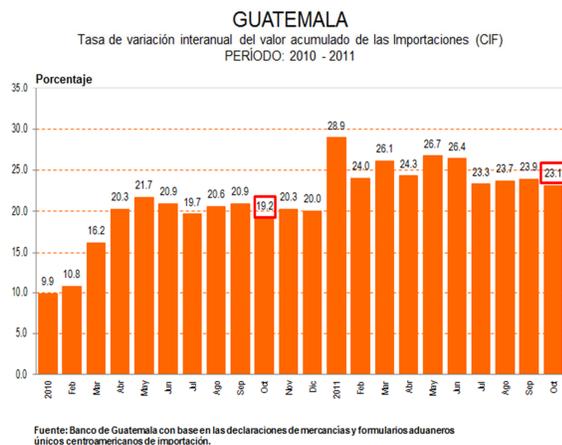
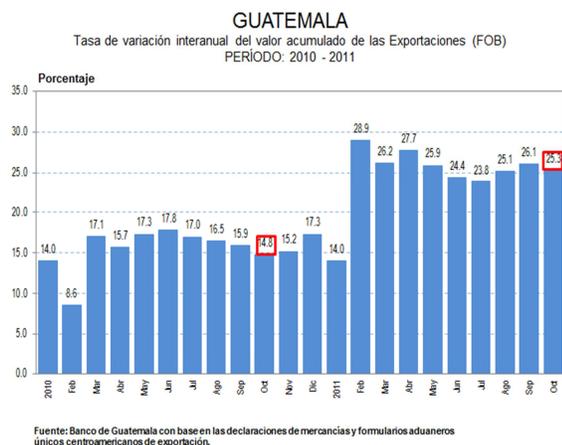
Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales.

B. NACIONAL

1. La actividad económica

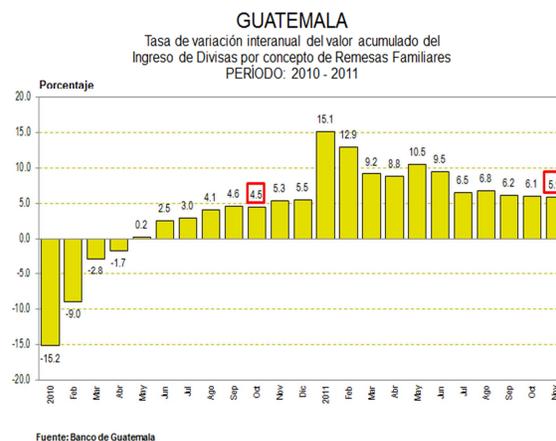
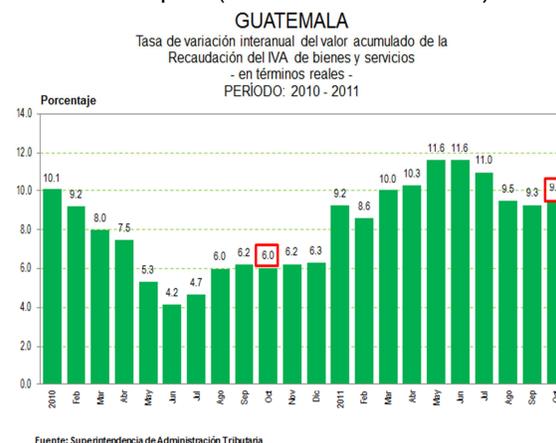
a) Producto Interno Bruto

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



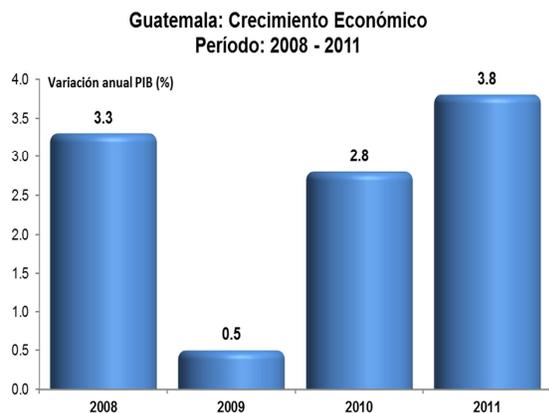
En cuanto a la demanda interna, cabe indicar que su evolución favorable está

sustentada en un mayor consumo, tal como lo reflejan algunos indicadores como el incremento de la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios en términos reales, el rápido crecimiento que muestra el crédito al consumo, el incremento en la demanda de combustibles y el aumento en el ingreso de divisas por remesas familiares. En cuanto a la inversión, la información al segundo trimestre refleja un incremento de 2.7%, lo que se explica por el aumento de las ventas de cemento en 7.2% y por el dinamismo de las importaciones de bienes de capital (en volumen de 13.2%).



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

economía nacional⁷, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala estiman que la tasa de crecimiento del PIB, en términos reales, será de 3.8% para 2011 (2.8% en 2010), ubicándose sobre el límite superior del rango proyectado en mayo del presente año (2.9% a 3.5%)⁸.



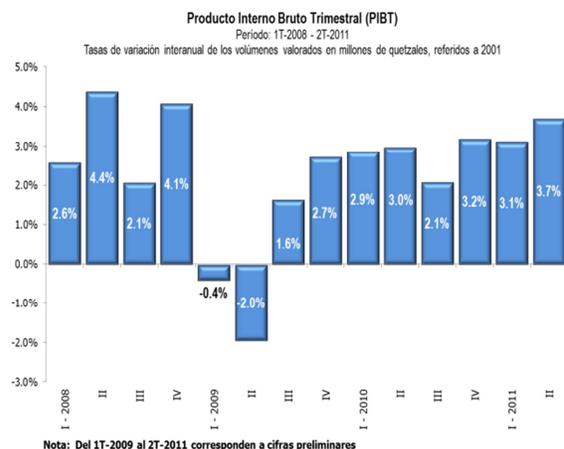
Fuente: Banco de Guatemala

b) Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) para el Segundo Trimestre de 2011⁹

Este es el octavo trimestre consecutivo que la actividad económica nacional crece, luego de las caídas registradas en el primero y segundo trimestres de 2009 (-0.4% y -2.0%, respectivamente); sin embargo, aún se mantiene en crecimientos menores a los observados en los trimestres previos a la profundización de la crisis económica y financiera de 2007 y 2008.

La actividad económica en el primero y segundo trimestres de 2011 registró tasas de crecimiento interanuales¹⁰ de 3.1% y 3.7%, respectivamente, superiores a las de los mismos

trimestres del año anterior (2.9% y 3.0%), que reflejan el mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo. En efecto, ésta última registró en el primero y segundo trimestres de 2011 variaciones positivas, como consecuencia del mayor dinamismo que experimentó la inversión generada por productores nacionales en bienes de capital industrial; la menor caída observada de la inversión en construcción; y el constante crecimiento que han registrado las importaciones de bienes de capital durante dichos trimestres.



Por su parte, en la estimación del PIBT medido por el origen de la producción, destaca el incremento en el valor agregado de las siguientes actividades: Industrias manufactureras (3.8%); Comercio al por mayor y al por menor (3.5%); Transporte, almacenamiento y comunicaciones (2.6%); Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (8.4%); Servicios privados (4.1%); y Administración pública y defensa (6.5%), las cuales, en conjunto, explican el 85.6% del crecimiento promedio registrado en el primero y segundo trimestres de 2011.

c) Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)

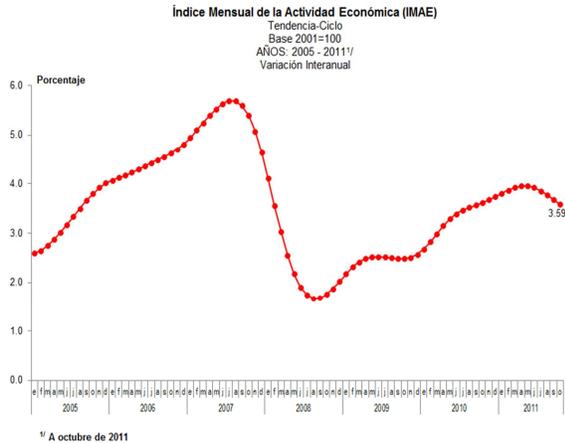
La variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE, registró a octubre una disminución de 0.03 puntos porcentuales respecto del mismo mes del año previo (3.62%), al ubicarse en 3.59%.

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

⁸ En anexo se presenta el detalle de la estimación.

⁹ Las estimaciones de los componentes del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT) medido por el origen de la producción y por el destino del gasto, incorporan información preliminar y no incluyen la totalidad de la información que se utiliza en el cálculo anual; por tanto, los resultados del PIBT están sujetos a revisión, en función de la nueva información estadística disponible, de la rectificación de datos por parte de las fuentes de información y de la compilación de las cuentas nacionales anuales.

¹⁰ Tasa de variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.



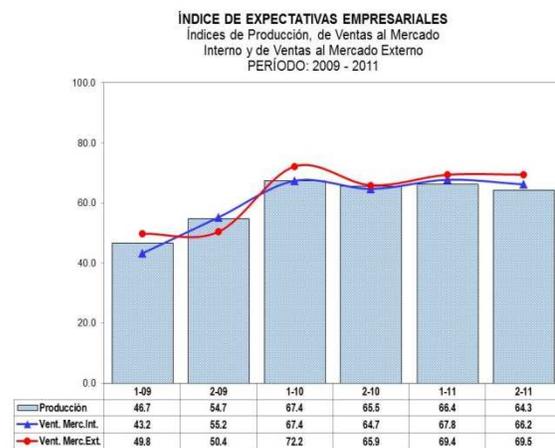
Las actividades que mostraron un comportamiento más dinámico en la tendencia-ciclo y que representan el 54.6% del IMAE son los *Servicios Privados*, influenciado por el comportamiento positivo de las actividades de restaurantes; *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, que refleja el mayor dinamismo en los productos de exportación (café, banano y cardamomo), así como por los productos de consumo industrial; *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares*, asociado al dinamismo en los productos y comisiones netas de los bancos del sistema; *Suministro de electricidad, gas y agua*, asociado al comportamiento de la generación bruta de energía eléctrica; *Alquiler de vivienda*, influenciado por la recuperación de la construcción de edificaciones residenciales; y *Explotación de minas y canteras*, explicado, principalmente, por el dinamismo observado en la extracción de minerales metálicos y no metálicos y por la recuperación en la extracción de petróleo crudo. Mientras que las actividades que mostraron menor dinamismo respecto a octubre de 2010 son: *Industria manufacturera; Comercio al por mayor y al por menor; y Administración pública y defensa*, actividades que en conjunto representan el 45.4% del IMAE.

d) Encuesta de Opinión Empresarial

La Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) realizada por el Banco de Guatemala al

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

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





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

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

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

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

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

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

2. La evolución del sector externo

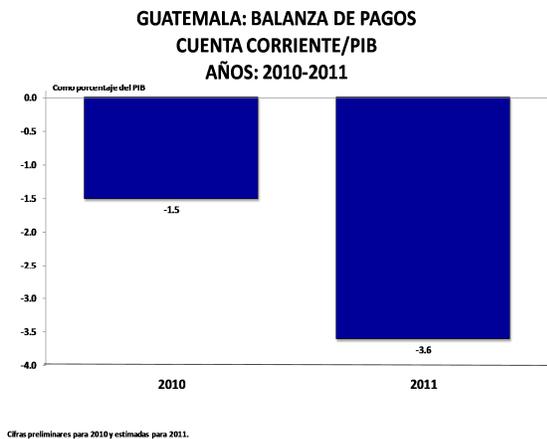
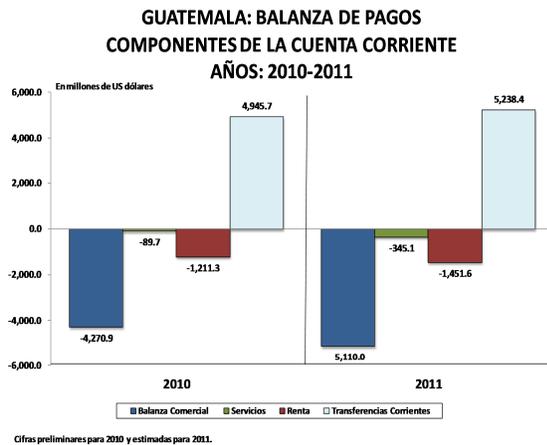
a) Balanza de pagos estimada para 2011

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

bienes crezcan 24.3% y las importaciones de bienes 22.7%; mientras que se esperan mayores flujos de capital de origen externo (relacionados con la recuperación de la inversión extranjera directa y de las líneas de crédito del exterior) respecto a 2010 y un aumento de 6.0% en el ingreso de divisas al país por concepto de remesas familiares.

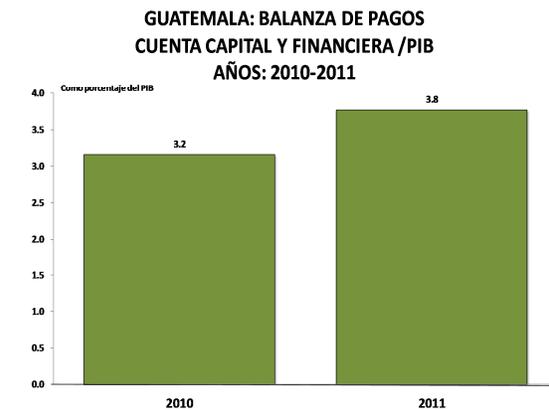
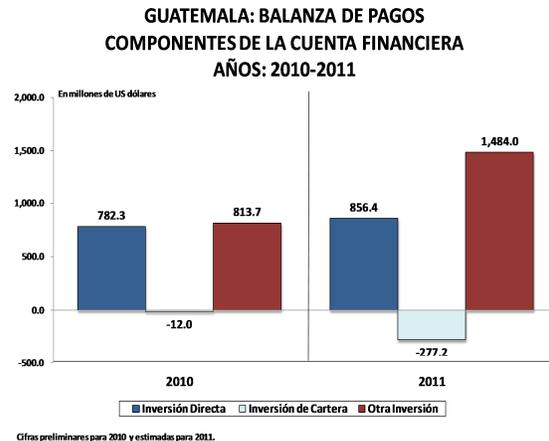
El mayor dinamismo del comercio exterior se explicaría, principalmente, por el aumento en los precios y en el volumen de los principales productos de exportación y en el caso

de las importaciones por la mayor demanda interna de bienes de capital, combustibles y de otras materias primas. Como resultado el déficit de la balanza comercial aumentaría, respecto al año anterior. Dicho déficit sería compensado, parcialmente, por el saldo de transferencias corrientes, el cual se esperaría que crezca en 5.9%, derivado de un mayor ingreso neto de divisas por remesas familiares (6.0%). Como consecuencia, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representaría 3.6% del PIB (1.5% en 2010).



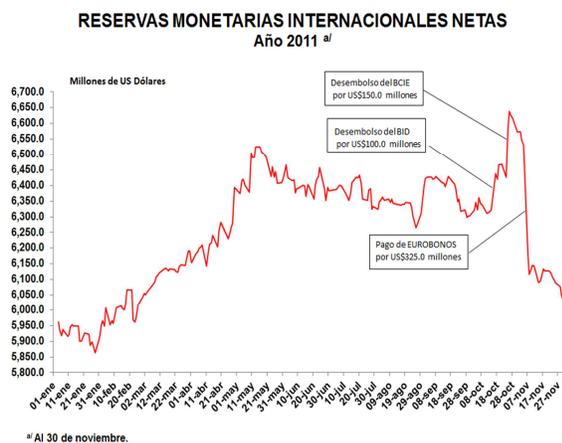
El saldo de la cuenta de capital y financiera, cubriría el déficit en cuenta corriente y permitiría una acumulación de reservas internacionales de US\$150.0 millones. Dicho saldo refleja incrementos en los pasivos externos del sector privado por concepto de préstamos (incluyendo líneas de crédito con el exterior) y aumentos en inversión extranjera directa por US\$1,401.0 millones y US\$910.8 millones, en su orden. En el caso del sector público se espera un aumento en los desembolsos de préstamos de organismos financieros internacionales y una

disminución en los pasivos correspondientes a inversión de cartera (asociados al pago de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional).



b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron, al 30 de noviembre, en US\$6,037.6 millones, lo que significa un aumento de US\$83.8 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2010. Dicho monto equivale a 4.2 meses de importaciones ó 10.1 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año.



c) Tipo de cambio nominal

Al 30 noviembre de 2011, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y venta, registró una apreciación de 1.89%, al situarse en Q7.86033 por US\$1.00 con respecto a su cotización al 31 de diciembre de 2010 (Q8.01144 x US\$1.00).

Durante el año, el comportamiento del tipo de cambio nominal registró una moderada volatilidad que activó la regla de participación del Banco Central, lo que implicó una participación neta de US\$169.6 millones (compras por US\$421.7 millones y ventas por US\$252.1 millones); y, en general, mantuvo un comportamiento congruente con su estacionalidad.



3. La coyuntura de las finanzas públicas

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

presupuestaria tuvo el atraso en la aprobación de algunos préstamos que se previeron como fuentes externas en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 y la limitación para aprovechar espacios presupuestarios de dependencias que no habían podido ejecutar lo asignado. Ante el referido atraso el Ministerio de Finanzas, por primera vez en muchos años, hizo uso de la colocación de letras de tesorería para cubrir sus necesidades temporales de caja. El segundo aspecto, es el relativo a la evolución más favorable de la recaudación tributaria respecto de lo programado y que se asocia, principalmente, al mayor dinamismo de la actividad económica, aunque también habría contribuido la aplicación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT). Dichas medidas incluyeron acciones relativas a la puesta en marcha de programas de seguimiento a los contribuyentes, a la persecución del contrabando, a la evasión y a las medidas de exoneración fiscal y la aplicación de exoneraciones de multas y recargos a los contribuyentes, lo que permitió recaudar alrededor de Q778.0 millones adicionales. Una vez aprobados los préstamos del exterior, las medidas administrativas indicadas habrían compensado, en parte, la falta de ingreso de recursos previstos en la denominada "Ley Antievasión II", la cual no se aprobó y que formaba parte de los ingresos presupuestados.

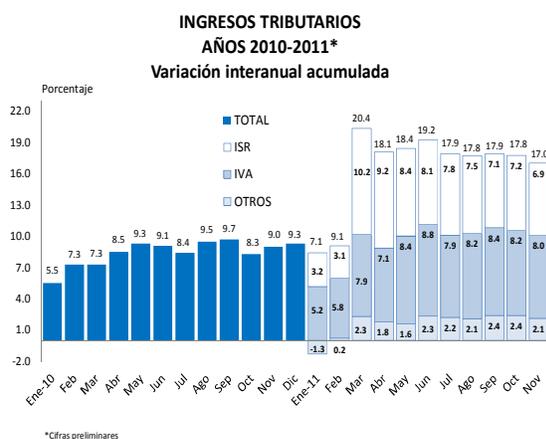
En lo que respecta al gasto público a noviembre, la ejecución del mismo se vio afectada, debido a que, como se indicó, no se contó oportunamente con los préstamos externos contemplados como fuente de financiamiento en el presupuesto aprobado para 2011 o con espacios de techo presupuestario disponibles, para lo cual se requería de una readecuación presupuestaria que fue aprobada hasta el mes de noviembre por el Congreso de la República. Para no interrumpir la ejecución del gasto programado, el gobierno colocó letras de tesorería.

a) Situación financiera del gobierno central

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, a noviembre de 2011, los ingresos totales registraron un monto de Q39,527.1 millones, superior en Q5,503.7 millones (16.2%) al observado en igual período del año anterior (10.1%), resultado de la evolución favorable en la recaudación tributaria, la cual se ubicó en Q37,211.3 millones, monto superior en Q5,415.2

millones (17.0%) al registrado a noviembre de 2010 (9.0%). El comportamiento en la recaudación tributaria obedeció, principalmente, al mejor desempeño de la actividad económica y a la adopción de medidas administrativas, como ya se indicó.

De los ingresos tributarios destacan los provenientes del Impuesto al Valor Agregado (IVA) por Q17,844.5 millones, de los cuales el de importaciones ascendió a Q10,905.6 millones, mayor en Q1,635.0 millones (17.6%) respecto a noviembre de 2010, y el IVA de bienes y servicios generó Q6,938.9 millones, mayor en Q896.7 millones (14.8%); el Impuesto Sobre la Renta (ISR) por Q9,421.2 millones, fue mayor en Q2,208.3 millones (30.6%) y regalías por Q972.1 millones, mayor en Q412.9 millones (73.8%).

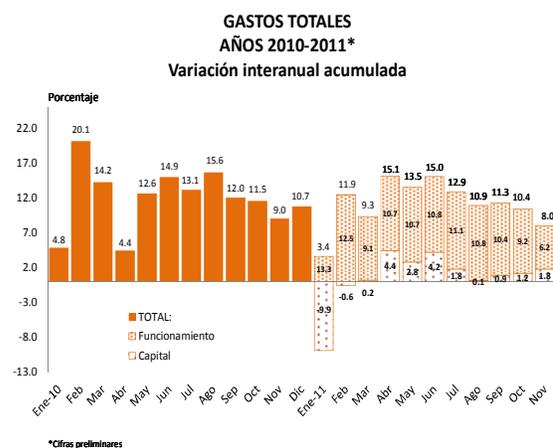


Con relación a los gastos totales a noviembre de 2011, éstos registraron un monto de Q45,593.2 millones, mayor en Q3,362.5 millones (8.0%) al observado en igual período de 2010.

Los gastos de funcionamiento ascendieron a Q33,753.9 millones, superiores en

Q2,596.6 millones (8.3%), destacando los incrementos registrados en las transferencias corrientes (8.6%), en las remuneraciones (4.0%) y en los bienes y servicios (15.2%).

En lo que respecta a los gastos de inversión, éstos se situaron en Q11,839.3 millones, mayores en Q765.9 millones (6.9%) a los registrados en igual período de 2010; resultado de un mayor gasto en inversión indirecta por Q560.1 millones e inversión directa por Q205.8 millones.



El déficit fiscal a noviembre de 2011 se ubicó en Q6,066.1 millones, equivalente a 1.7% del PIB (déficit de Q8,207.3 millones a noviembre de 2010, equivalente a 2.5 % del PIB). El déficit primario¹¹ se ubicó en Q1,032.0 millones, equivalente a 0.3% del PIB (déficit de 1.1 % del PIB a noviembre de 2010), mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q5,208.3 millones (equivalente a 1.4 % del PIB).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q1,272.5 millones, como resultado de desembolsos de préstamos por Q3,215.0 millones¹², amortizaciones de préstamos por Q1,942.3 millones y la amortización de Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 2001 por Q2,545.2 millones (US\$325.0 millones), mientras que el financiamiento interno neto a noviembre fue de Q9,533.2 millones, producto de

¹¹ Se obtiene excluyendo, del gasto total, los pagos de intereses de la deuda pública.

¹² Dentro de los recursos de los desembolsos destacan el primer desembolso del préstamo con el BCIE destinado al programa de "Apoyo Presupuestario para los Sectores Educación y Salud", por un monto de US\$150.0 millones y el primer desembolso del préstamo con el BID correspondiente al "Programa de Apoyo a la Agenda de Cambio Climático de Guatemala", por un monto de US\$100.0 millones.



las colocaciones tanto de Bonos del Tesoro por Q9,609.1 millones como de Letras de Tesorería por Q1,192.5 millones y de vencimientos por Q1,268.4 millones. Del total de las colocaciones de Bonos del Tesoro realizadas, el 74.1% se negoció en moneda nacional a una tasa de interés de 9.1% y el 25.9% en dólares de los Estados Unidos de América a una tasa de interés de 5.2%; asimismo, el 84.1% del total se negoció a los plazos de 10, 12 y 15 años. Con relación a las Letras de Tesorería¹³, al 30 de noviembre de 2011, se negociaron Q1,192.5 millones, de los cuales, Q1,000.0 millones se negociaron a una tasa de rendimiento promedio de 5.76%, con fecha de vencimiento 5 de diciembre de 2011 y Q192.5 millones a una tasa de rendimiento promedio de 5.64%, con fecha de vencimiento 19 de diciembre de 2011.

A noviembre de 2011, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q46,302.3 millones, equivalente a 12.7% del PIB. Dicho saldo en el período 2004-2007 se mantuvo, en promedio, en alrededor de 8.2% y en el período 2008-2010 se ubicó, en promedio, en alrededor de 10.0%, estimándose que al final del año se ubique en 12.5%.

¹³ De conformidad con el artículo 57 de la Ley Orgánica del Presupuesto, el Organismo Ejecutivo, con el objeto de cubrir deficiencias estacionales de los ingresos y para mantener un ritmo constante en la ejecución de las obras y servicios públicos, puede acordar el uso de crédito a corto plazo, mediante la emisión de Letras de Tesorería hasta por un monto de un veinte por ciento (20%) de los ingresos corrientes estimados en el presupuesto en vigencia.



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

-En millones de quetzales-

| CONCEPTO | 2010 | 2011 ^{p/} | VARIACIONES | |
|---|-----------------|--------------------|-----------------|--------------|
| | | | ABSOLUTAS | RELATIVAS |
| I. Ingresos y Donaciones | 34,023.4 | 39,527.1 | 5,503.7 | 16.2 |
| A. Ingresos | 33,619.4 | 38,973.6 | 5,354.2 | 15.9 |
| 1. Ingresos Corrientes | 33,593.9 | 38,962.2 | 5,368.3 | 16.0 |
| a. Tributarios | 31,796.1 | 37,211.3 | 5,415.2 | 17.0 |
| b. No Tributarios | 1,797.8 | 1,750.9 | -46.9 | -2.6 |
| 2. Ingresos de Capital | 25.5 | 11.4 | -14.1 | -55.3 |
| B. Donaciones | 404.0 | 553.5 | 149.5 | 37.0 |
| II. Total de Gastos | 42,230.7 | 45,593.2 | 3,362.5 | 8.0 |
| A. Funcionamiento | 31,157.3 | 33,753.9 | 2,596.6 | 8.3 |
| B. Capital | 11,073.4 | 11,839.3 | 765.9 | 6.9 |
| III. Déficit o Superávit Fiscal | -8,207.3 | -6,066.1 | 2,141.2 | -26.1 |
| IV. Ahorro en Cuenta Corriente | 2,436.6 | 5,208.3 | 2,771.7 | 113.8 |
| V. Financiamiento | 8,207.3 | 6,066.1 | -2,141.2 | -26.1 |
| A. Financiamiento Externo Neto | 4,260.9 | -1,272.5 | -5,533.4 | -129.9 |
| B. Financiamiento Interno Neto | 4,500.0 | 9,533.2 | 5,033.2 | 111.8 |
| C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución) | -553.6 | -2,194.6 | -1,641.0 | 296.4 |

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

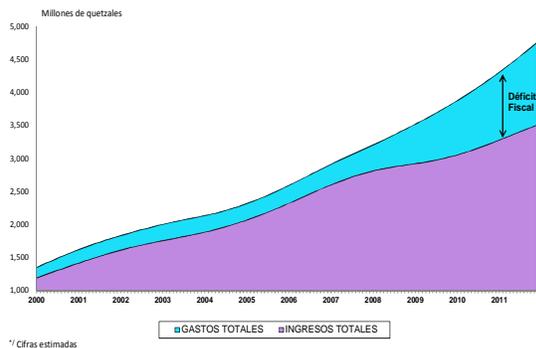
b) Estimación de cierre

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

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

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

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



¹⁷ Cifras estimadas

c) Análisis de sostenibilidad de la deuda¹⁴

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

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

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

¹⁴ Un mayor detalle sobre el marco conceptual del análisis de deuda pública y de las recomendaciones para Guatemala, puede encontrarse en: *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*. Fondo Monetario Internacional. Departamento de Asuntos Fiscales del FMI. Agosto de 2011. *Guatemala: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement-Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Guatemala*. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2010. *Guatemala: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2009 Stand-By Arrangement*. Fondo Monetario Internacional. Julio de 2011.

RECUADRO 6**ANÁLISIS DE LOS BALANES ESTRUCTURALES Y LA POSTURA DE LA POLÍTICA FISCAL EN CENTROAMÉRICA, PANAMÁ Y REPÚBLICA DOMINICANA (CAPRD)**

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

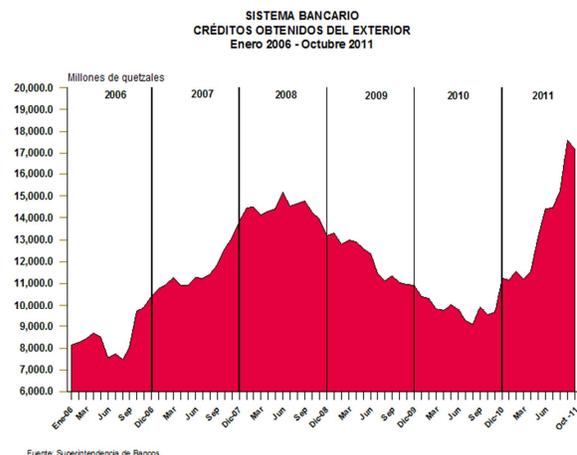
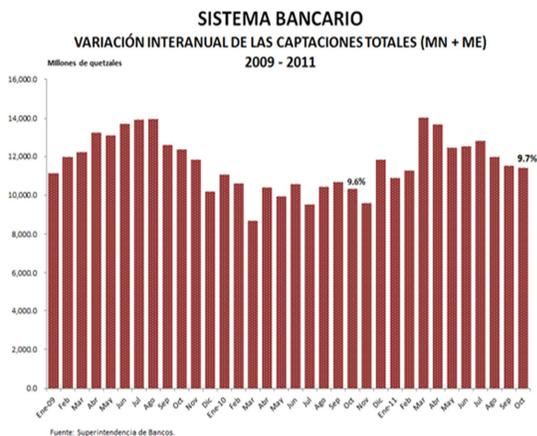
1. La significativa dependencia de los países de CAPRD en ingresos relacionados con las importaciones, le agrega un componente cíclico importante al balance fiscal, en virtud que los ingresos fiscales son temporalmente altos (bajos) cuando las importaciones se aceleran (desaceleran) durante momentos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

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

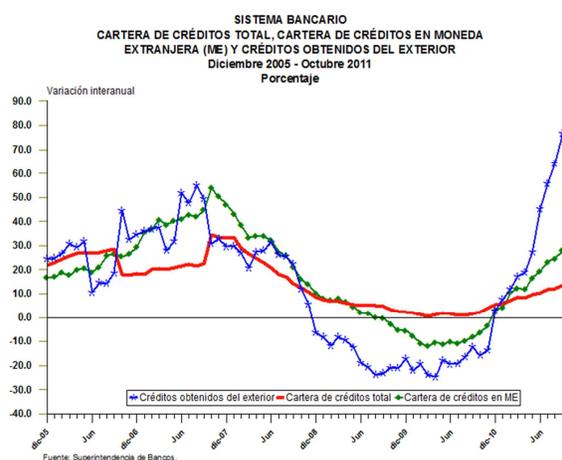
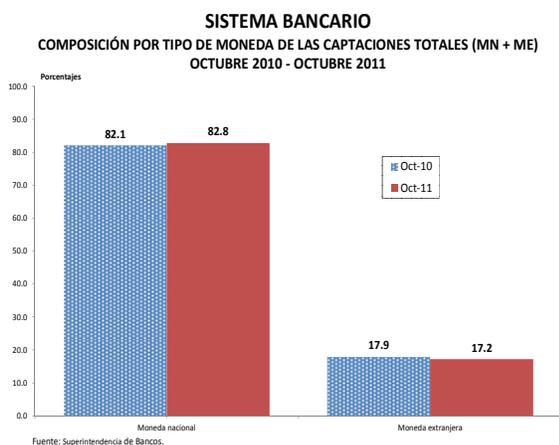
4. Sistema bancario**a) Captaciones totales**

La actividad bancaria a octubre de 2011, medida por las captaciones totales, que incluyen los depósitos y las obligaciones financieras, continuó mostrando un comportamiento dinámico, superior al del año anterior; dichas captaciones aumentaron, en términos interanuales, en Q11,401.5 millones (9.7%), reflejo del aumento en los depósitos del público. Por tipo de depósitos se observó un crecimiento en los depósitos monetarios de Q4,748.8 millones; en los depósitos a plazo, de Q3,599.3 millones; en los depósitos de ahorro, de Q3,170.7 millones; y en los depósitos con

restricciones, de Q103.6 millones. Por su parte, los depósitos a la orden disminuyeron en Q3.5 millones.



Con relación a la distribución de las captaciones totales por tipo de moneda, el 82.8% de las mismas estaba constituida en moneda nacional (82.1% en octubre de 2010) y el 17.2% en moneda extranjera (17.9% en octubre de 2010).



b) Créditos obtenidos del exterior

La obtención de créditos del exterior por parte del sistema bancario nacional ha mostrado un dinamismo importante desde el último trimestre de 2010. En efecto, el financiamiento registrado por medio de organismos internacionales e instituciones financieras extranjeras ascendió, al 31 de octubre de 2011, a Q17,202.7 millones, monto superior en Q5,979.4 millones (81.2%) al observado a la misma fecha del año anterior. A dicha fecha, las Instituciones Financieras Extranjeras habían desembolsado el 98.0% de los créditos a los bancos del sistema (Q16,754.9 millones), los que muestran una correlación positiva con el crédito en moneda extranjera.

Durante el período que comprende octubre de 2010 a octubre de 2011, el saldo de la cartera de créditos en moneda extranjera se incrementó en Q6,925.4 millones. Con base en la distribución de la cartera de créditos por actividad económica en moneda extranjera, reportada al 31 de octubre de 2011 se observa que una proporción importante de los créditos obtenidos del exterior han sido canalizados a las actividades económicas que han evidenciado un mayor crecimiento durante el período indicado, es decir, a los ingenios y refinerías de azúcar (Q1,420.4 millones), al comercio interno (Q1,277.8 millones), a la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica (Q1,007.9 millones), a las empresas administradoras de bienes inmuebles de edificios no residenciales (Q990.9 millones), a la producción de abonos y plaguicidas (Q386.0 millones), a la crianza de aves (Q352.5 millones) y a la producción de caña (Q172.6 millones).



c) Cartera crediticia por tipo de deudor¹⁵

Según información del balance general consolidado del sistema bancario, al 31 de octubre de 2011, la cartera crediticia bruta se situó en Q90,262.5 millones, superior en Q11,144.6 millones (14.1%) al monto registrado a octubre de 2010. Dicha variación refleja el incremento de los créditos empresariales mayores y de consumo en Q6,059.2 millones y en Q3,715.2 millones, respectivamente. Aunque en menor medida, también se observó un aumento de los créditos empresariales menores por Q702.7 millones; de los microcréditos por Q403.4 millones; y de los créditos hipotecarios para vivienda por Q264.1 millones. Los resultados de la Quinta Encuesta sobre Condiciones Crediticias del Sistema Bancario Nacional indican que durante el tercer trimestre del año se observó un crecimiento moderado en la demanda de nuevos créditos corporativos y de consumo en los bancos grandes, medianos y pequeños, en ambas monedas, excepto en el caso del crédito corporativo en moneda extranjera otorgado por el grupo de bancos grandes que registra una demanda sustancialmente más alta que la del segundo trimestre del año. En lo referente al crédito hipotecario para vivienda fueron los bancos grandes, en ambas monedas, y los pequeños en moneda extranjera, los que muestran un crecimiento moderado.

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

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

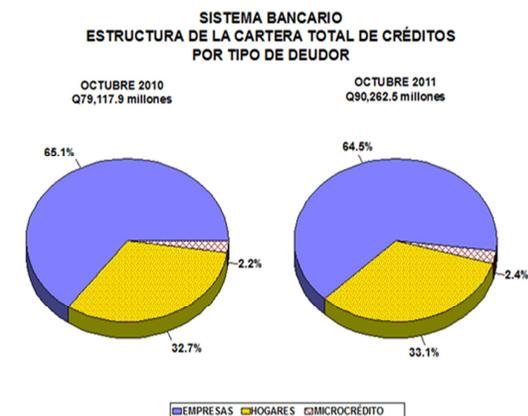
A nivel del sistema bancario, las perspectivas apuntaban a que para el cuarto trimestre de 2011 la demanda de nuevos créditos continuaría mostrando un crecimiento moderado o sustancialmente más alto para el caso del crédito corporativo y del crédito de consumo, en ambas monedas, en los tres grupos de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

A octubre de 2011, la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la manera siguiente: créditos a las empresas¹⁶, 64.5%; créditos a los hogares¹⁷, 33.1%; y microcréditos, 2.4%. Los créditos a los hogares aumentaron su participación en el total de la cartera en 0.4 puntos porcentuales, lo que es congruente con el mayor dinamismo mostrado en los créditos para el consumo, que en términos interanuales crecieron 19.0%. La participación de los créditos a las empresas dentro de la cartera total disminuyó en 0.6 puntos porcentuales, lo cual es atribuible al menor dinamismo de los créditos empresariales menores los que redujeron su participación en 0.9 puntos porcentuales, a pesar de que en términos nominales crecieron un 6.6% durante el período indicado.

¹⁵ Definiciones contenidas en el Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, aprobado en resolución JM-93-2005.

¹⁶ Incluye los créditos empresariales mayores que representan el 51.9% y los créditos empresariales menores que representan el 12.6%.

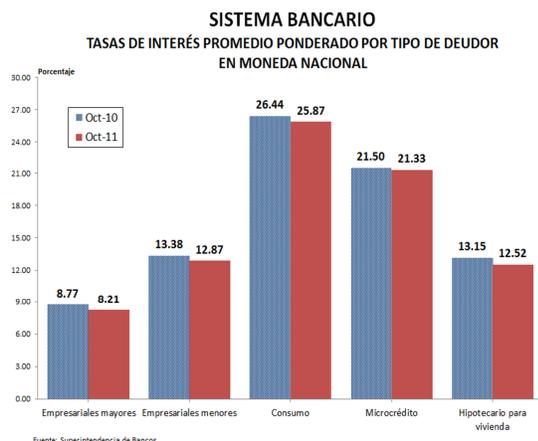
¹⁷ Incluye el crédito de consumo que representa el 25.8% y el crédito hipotecario para vivienda que representa el 7.3%.



d) Tasas de interés por tipo de deudor

i) En moneda nacional

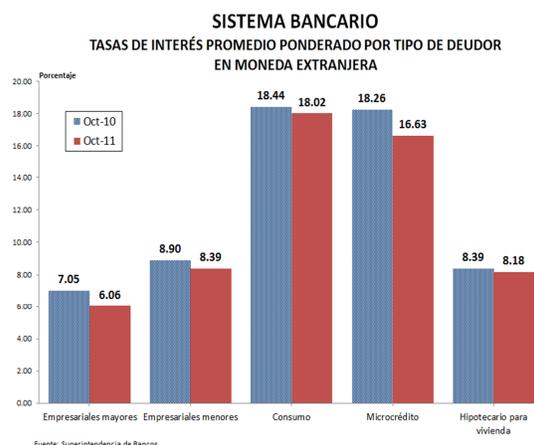
Las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario por tipo de deudor registraron una leve tendencia hacia la baja durante el período de octubre de 2010 a octubre de 2011, al pasar la de los créditos empresariales mayores de 8.77% a 8.21%, la de empresariales menores de 13.38% a 12.87%; la de créditos para el consumo de 26.44% a 21.50%; la de créditos hipotecarios para vivienda de 13.15% a 12.52%; y la de los microcréditos de 21.50% a 21.33%¹⁸.



¹⁸ La tasa de interés por tipo de deudor a octubre de 2011 aplicada a los créditos empresariales mayores por parte de los bancos grandes fue de 8.13%, la de los bancos medianos fue de 8.09% y la de los bancos pequeños fue de 10.86%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes fue de 16.28%, la de los bancos medianos 33.30% y la de los bancos pequeños 54.35%.

ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, exhibieron una tendencia hacia la baja, de octubre de 2010 a octubre de 2011, similar a la de las tasas en moneda nacional, pasando, la de créditos a deudores empresariales mayores de 7.05% a 6.06%; la de créditos empresariales menores de 8.90% a 8.39%; la de créditos para consumo de 18.44% a 18.02%; la de créditos hipotecarios para vivienda a 8.39% a 8.18% y la de los microcréditos de 18.26% a 16.63%)¹⁹.



e) Solvencia y liquidez

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

¹⁹ A octubre de 2011 la tasa de interés promedio ponderado aplicada a los créditos empresariales mayores por los bancos grandes, fue de 5.92%, la de los bancos medianos fue de 6.44% y la de los bancos pequeños fue de 9.34%. Por su parte, la tasa de interés aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes fue de 10.52%, por los bancos medianos fue de 22.01% y la de los bancos pequeños fue de 23.56%.



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

Al analizar la posición patrimonial, que corresponde a la diferencia entre el patrimonio computable y el patrimonio requerido, el referido informe señala que a septiembre de 2011 se observó una disminución de Q23.6 millones, que como se indicó, se debió a la disminución en el capital computable. Con respecto a la liquidez del sistema bancario, el Informe de la Superintendencia de Bancos indica que las entidades bancarias presentaron posiciones promedio de encaje legal positivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el caso del indicador de liquidez inmediata²⁰ se observó una leve disminución a septiembre de 2011 (20.1%), con respecto al mismo mes del año anterior (20.9%) debido principalmente a la menor acumulación de recursos en disponibilidades, así como al aumento sostenido de la captación de recursos. Por su parte, el indicador de liquidez mediata²¹ presentó un aumento de 2.6 puntos porcentuales en septiembre de 2011, al ubicarse en 54.2%, mayor al registrado en septiembre de 2010 (51.6%), como resultado principalmente del crecimiento observado en las inversiones en títulos-valores del Gobierno Central y depósitos a plazo en el Banco Central.

f) Rentabilidad financiera (ROE)

El referido informe señala que el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés), se ubicó en septiembre de 2011 en 21.2%, mayor al

²⁰ Proporción de recursos de inmediata disponibilidad que la entidad posee para hacer frente a sus obligaciones de captación (obligaciones depositarias más obligaciones financieras).

²¹ Razón de activos líquidos (disponibilidades e inversiones totales) respecto a las obligaciones de captación más las cuentas por pagar.

registrado en el mismo mes de 2010 (17.8%). El aumento en las utilidades del sistema bancario, en términos interanuales, fue de 18.6%, al pasar de Q2,102.5 millones a Q2,494.3 millones en el referido período, como resultado, principalmente, del incremento del margen por inversiones (productos menos gastos financieros), del margen por servicios (ingresos menos gastos por servicios) y del margen de otros productos y gastos de operación. Por su parte el margen operacional neto²² registró un aumento.

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

g) Riesgos de crédito y cambiario

Respecto del riesgo de crédito, el referido informe señala que la calidad de la cartera crediticia mejoró respecto a septiembre de 2010, ya que el indicador de cartera vencida²³ disminuyó, al pasar de 2.7% a 1.8%, en dicho período. Por su parte, el indicador de cobertura de la cartera vencida²⁴ mejoró considerablemente, al pasar de 106.6% en septiembre de 2010 a 138.7%, influenciado por la disminución en la cartera vencida y por el aumento en las estimaciones por valuación de la cartera de créditos. En este aumento registrado en las reservas de capital ha incidido la obligatoriedad para que las entidades constituyan y mantengan como mínimo reservas o provisiones genéricas que sumadas a las reservas específicas totalicen el 100% de la cartera vencida, de acuerdo al programa establecido para el efecto que finalizó el 30 de junio del presente año.

En cuanto al riesgo cambiario del sistema bancario, de acuerdo a la metodología establecida en la Resolución JM-199-2007 para calcular la posición de calce de operaciones en moneda extranjera²⁵ al 30 de septiembre la misma se ubica en 5.4%, dentro de los requerimientos legales de 60% del patrimonio

²² Margen operacional bruto (sumatoria del margen por inversiones, el margen por servicios y el margen de otros productos y gastos de operación), menos los gastos de administración.

²³ Cociente de la cartera vencida y la cartera bruta total.

²⁴ Cociente de las estimaciones por valuación de la cartera de créditos entre la cartera vencida.

²⁵ Se construye con la relación de la diferencia máxima absoluta del activo neto respecto de las obligaciones, compromisos futuros y contingencias en moneda extranjera, entre el patrimonio computable.

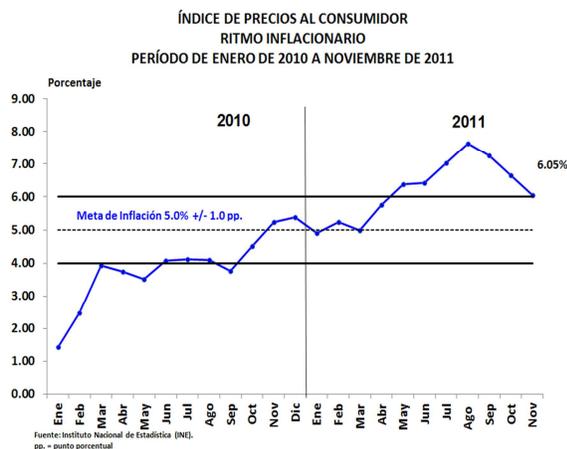
cuando la posición es positiva y de 20% cuando es negativa. En este comportamiento ha influido la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal observada principalmente durante el segundo semestre del año, así como la capacidad de las entidades bancarias para modificar la estructura de activos y pasivos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

III. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario a noviembre de 2011

El ritmo inflacionario, medido con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se situó a noviembre de 2011 en 6.05%, por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta establecida para el presente año por la autoridad monetaria (5.0% +/- 1 punto porcentual), luego que desde mayo anterior este indicador se ubicara fuera de meta.



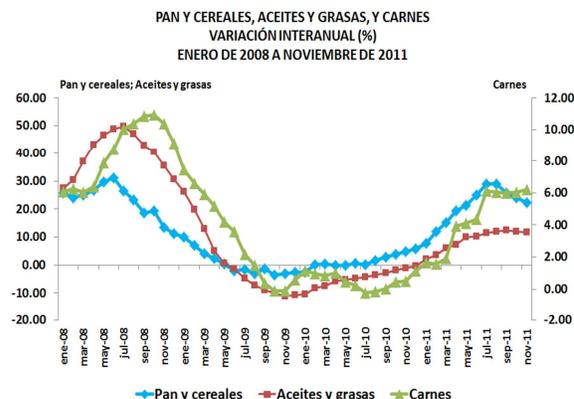
En la evolución del ritmo inflacionario en el transcurso del año influyeron tanto factores externos como internos, algunos afectaron los rubros de las tres principales divisiones de gasto que conforman la canasta del IPC: *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%); *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 12.61%) y *Transporte* (ponderación 10.43%). Vale indicar que de los 279 gastos básicos que conforman el IPC, 172 gastos básicos presentaron aumentos en noviembre de 2011, lo que representa el 61.65% del total de gastos básicos, situación que denota que las disminuciones de precios que se vienen observando en los últimos tres meses están concentrados en pocos gastos básicos, lo que sería indicativo de que los incrementos de los

precios han venido generalizándose, evidenciando que, en adición a los choques de oferta, la inflación también pueden estar afectada por presiones de demanda agregada y por efectos de segunda vuelta.

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

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

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

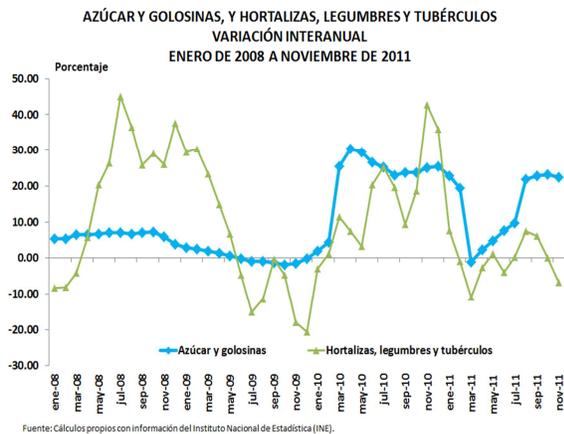


Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística (INE).

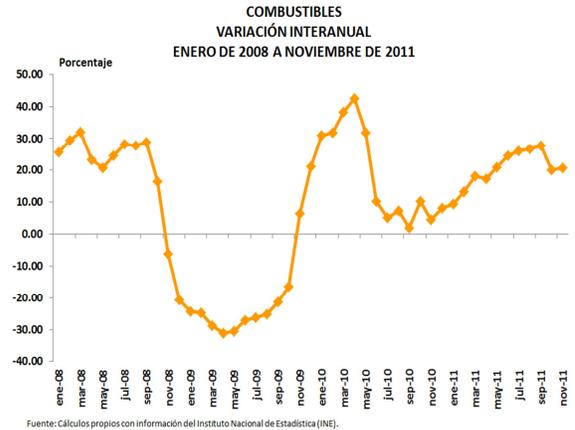
Otros productos que incidieron en el comportamiento del rubro de alimentos fueron el azúcar y golosinas y las hortalizas, legumbres y tubérculos. En lo que respecta al precio del azúcar, durante la mayor parte del año éste presentó una tendencia al alza, explicada por una

reducción en el volumen de la producción nacional para la zafra 2010/2011 y por problemas de oferta en México, sin embargo, dicho incremento fue neutralizado por las reducciones observadas en otros rubros. Cabe indicar que, derivado de los incrementos de precios registrados y ante un potencial desabastecimiento del edulcorante en el mercado interno, el Gobierno de la República, autorizó mediante el Acuerdo Ministerial 342-2011, la importación de un contingente de azúcar por 50.0 miles de toneladas métricas.

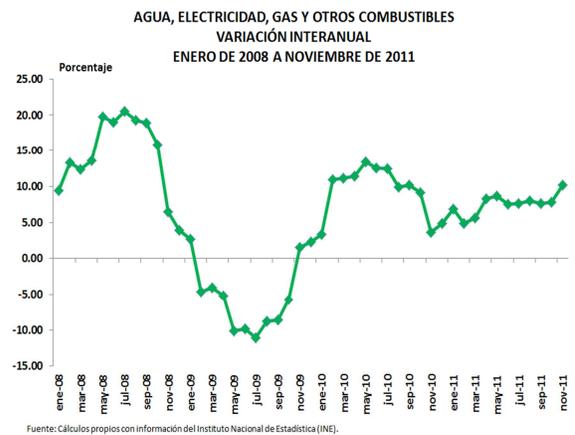
En lo que se refiere al grupo de gasto Hortalizas, legumbres y tubérculos, de marzo a agosto del presente año se registró una alza importante, explicada, fundamentalmente, por aumentos en el precio medio de productos como el tomate, el guisquil y el chile pimiento, derivado de una reducción en la oferta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



En el alza observada en la división de gasto *Transporte*, influyeron los combustibles (gasolinas y diésel), que se incrementaron por la evolución del precio internacional del petróleo y por un aumento en la demanda de los mismos.



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



A continuación se presenta un cuadro en el que se ilustra el comportamiento acumulado a noviembre de las doce divisiones de gasto que conforman el IPC²⁶.

²⁶ Derivado de que la nueva canasta del IPC es diferente a la de base diciembre 2000, no es posible efectuar una comparación interanual de las 12 divisiones de gasto, razón por la cual la comparación se realiza en términos acumulados.



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

| División de Gasto | Estructura porcentual | Diciembre 2010 | Noviembre 2011 | Variación Acumulada ^{1/} |
|---|-----------------------|----------------|----------------|-----------------------------------|
| Índice de Precios al Consumidor Total | 100.00 | 100.00 | 105.97 | 5.97 |
| ➡ 1 Alimentos y bebidas no alcohólicas | 28.75 | 100.00 | 111.55 | 11.55 |
| 2 Bebidas alcohólicas y tabaco | 0.28 | 100.00 | 105.04 | 5.04 |
| 3 Prendas de vestir y calzado | 7.41 | 100.00 | 102.76 | 2.76 |
| ➡ 4 Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles | 12.61 | 100.00 | 105.72 | 5.72 |
| 5 Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar | 5.43 | 100.00 | 102.79 | 2.79 |
| 6 Salud | 4.22 | 100.00 | 103.19 | 3.19 |
| ➡ 7 Transporte | 10.43 | 100.00 | 106.63 | 6.63 |
| 8 Comunicaciones | 5.15 | 100.00 | 100.81 | 0.81 |
| 9 Recreación y cultura | 5.62 | 100.00 | 101.20 | 1.20 |
| 10 Educación | 3.72 | 100.00 | 100.91 | 0.91 |
| 11 Restaurantes y hoteles | 9.24 | 100.00 | 104.41 | 4.41 |
| 12 Bienes y servicios diversos | 7.16 | 100.00 | 102.61 | 2.61 |

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

RECUADRO 7 IMPACTO DE LA DEPRESIÓN TROPICAL 12-E

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

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

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

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

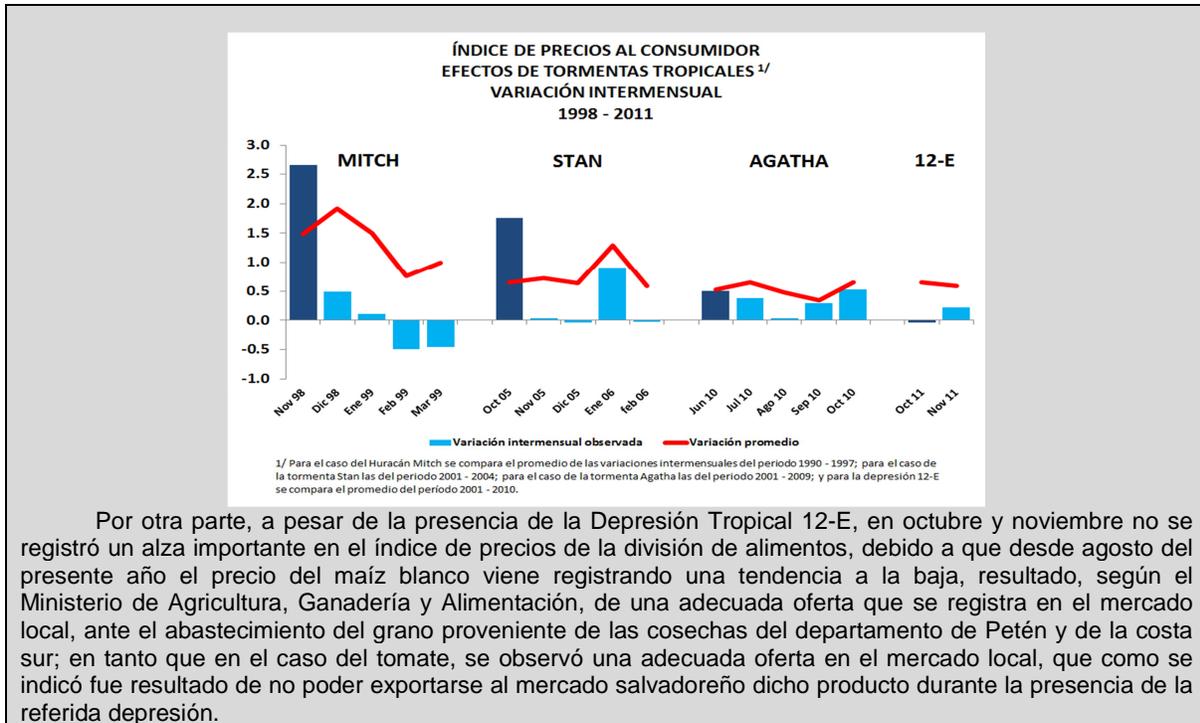
**COMPARATIVO ENTRE LA INFLACIÓN OBSERVADA Y EL EJERCICIO SIN CONSIDERAR
REDUCCIONES EN LOS PRECIOS DEL TOMATE Y MAÍZ EN OCTUBRE
Y DE MAÍZ EN NOVIEMBRE
AÑO 2011**

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

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

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

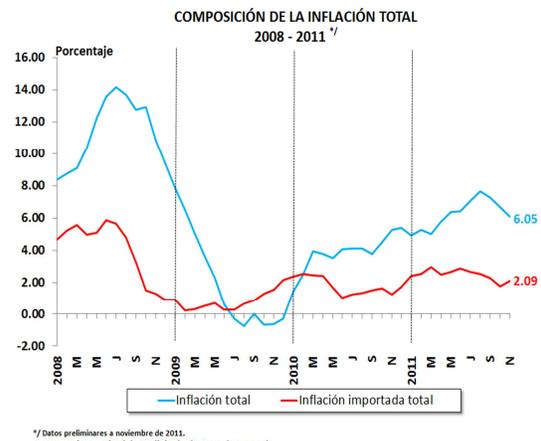
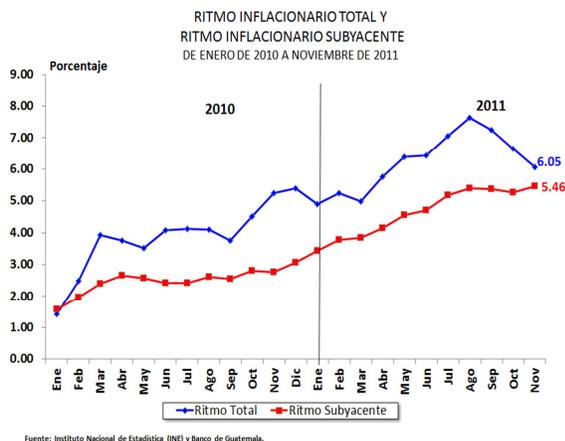
| Mes | IPC Total | | | Alimentos y bebidas no alcohólicas | | |
|-----------|-----------------------------------|-----------|------------|------------------------------------|-----------|------------|
| | Promedio histórico 2001 - 2010 | Ejercicio | Diferencia | Promedio histórico 2001 - 2010 | Ejercicio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



2. Inflación subyacente

A noviembre de 2011, continuando con la tendencia creciente iniciada desde noviembre de 2010, la inflación subyacente se situó en 5.46%, inferior en 0.59 puntos porcentuales respecto de la inflación total (6.05%), situación que denotaría la existencia de presiones inflacionarias de demanda agregada.

del presente año). La desaceleración registrada por la inflación importada en los últimos meses se explica, principalmente, por la reducción observada en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. Cabe indicar que, otro factor que contribuyó en la moderación de la inflación importada fue la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal.



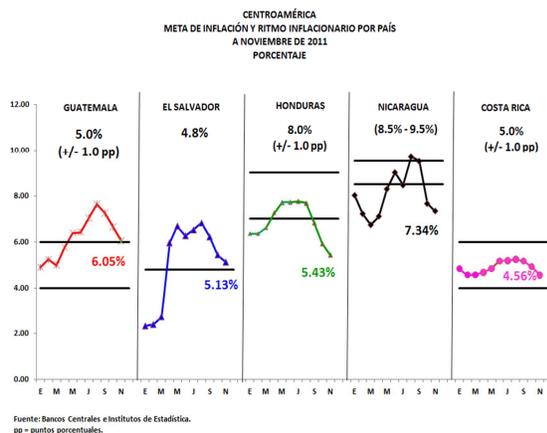
3. Inflación importada

El comportamiento de la inflación importada tendió a desacelerarse a partir de junio de 2011 hasta situarse en 2.09 puntos porcentuales a noviembre (2.39 puntos porcentuales en enero

4. Inflación en otros países de la región

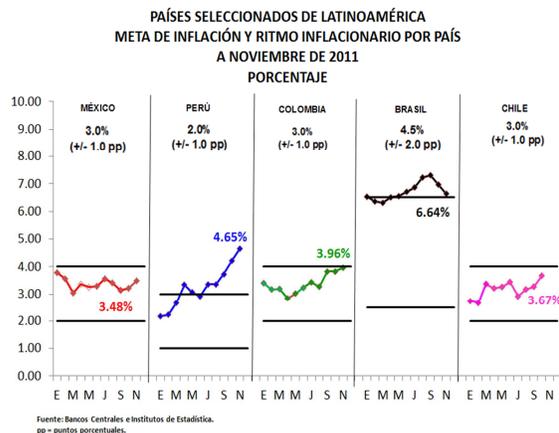
A nivel centroamericano, todos los países registraron a noviembre del presente año una desaceleración en su ritmo inflacionario. En el caso de Guatemala, éste se encuentra por

encima del límite superior de la meta y en el caso de El Salvador, la inflación se sitúa por encima de su meta puntual de inflación. Por su parte, en Honduras y Nicaragua el ritmo inflacionario se ubica por debajo del límite inferior de la meta; mientras que en el caso de Costa Rica, éste se encuentra dentro del margen de tolerancia.



La evolución reciente de los precios en los países de la región centroamericana está asociada, principalmente, a la desaceleración registrada en los rubros de alimentos y de energéticos.

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



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

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

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

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

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

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

El desarrollo del sistema financiero mejora la transmisión de la tasa de política dado que mayores fuentes

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

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

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

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

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

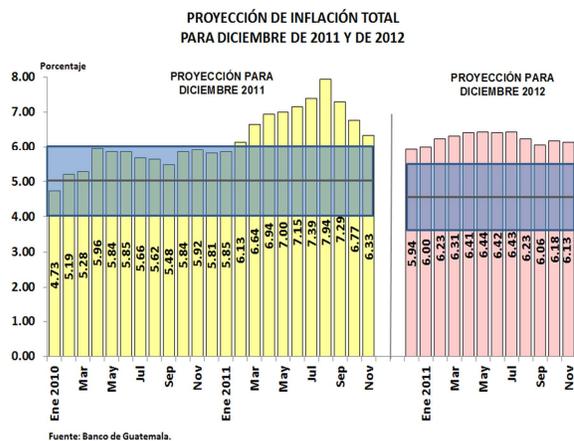
^{1/} El estudio incluye a los países CARD, Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua y República Dominicana.

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

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

1. Ritmo inflacionario total proyectado

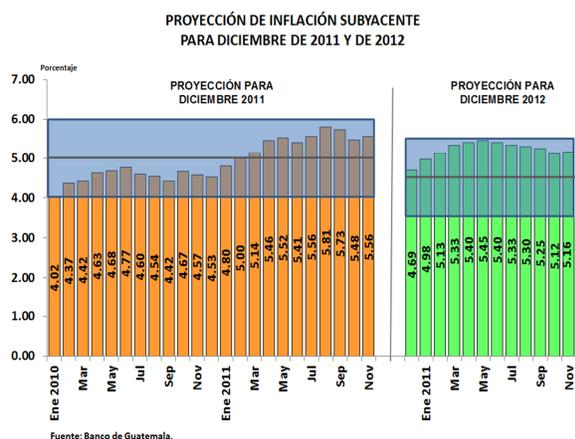
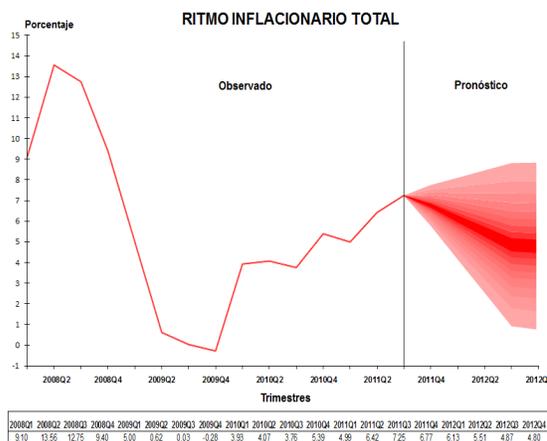
Para diciembre del presente año las proyecciones del ritmo inflacionario total se sitúan por arriba del límite superior de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), particularmente a partir de marzo, y la proyección realizada en noviembre se ubica en 6.33%. Para diciembre de 2012 la inflación se estima en 6.13%, porcentaje que también se ubica sobre el límite superior de la meta (4.5% +/- 1 punto porcentual).



2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Con base en la información observada a noviembre, la proyección para diciembre del presente año del ritmo inflacionario subyacente se

ubicó en 5.56%; mientras que para finales de 2012, en 5.16%. Cabe señalar que ambas proyecciones se encuentran por encima de los valores centrales, pero dentro de los márgenes de tolerancia de las respectivas metas de inflación. Cabe indicar que, la estimación para 2011 mostró una tendencia a la baja que responde a las acciones oportunas de política monetaria para contrarrestar las presiones inflacionarias de demanda así como por la moderación en el precio internacional de algunas materias primas.



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

1. Diagrama de abanico

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

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

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

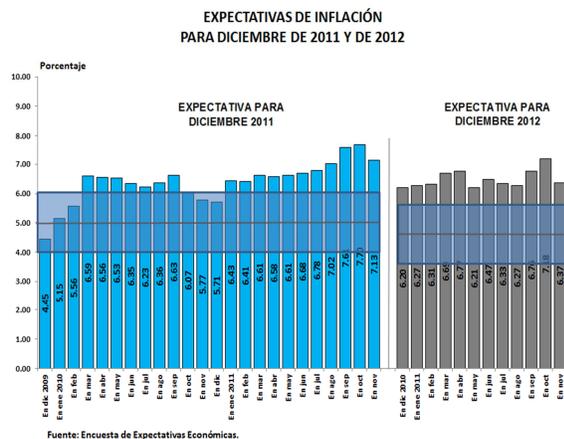
Los riesgos asociados a la trayectoria de inflación descrita en el escenario base se encuentran balanceados. Por un lado, existen factores que supondrían una trayectoria de inflación más alta a la proyectada por el escenario planteado asociados a: (i) un aumento en los precios internacionales de las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

Estados Unidos de América; y (iii) precios internacionales de las materias primas más bajos que los previstos en el escenario base.

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

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

La encuesta de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizada en noviembre, reflejó que para diciembre de 2011 y 2012 el ritmo inflacionario podría situarse en 7.13% y 6.37%, respectivamente, porcentajes que se ubican por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación. En opinión de dicho panel, las expectativas de inflación se explican, principalmente, por el aumento del precio internacional del petróleo; de las materias primas; de los combustibles; por el desempeño de las políticas fiscal y monetaria; por factores climáticos y además por la estacionalidad en los productos agrícolas.

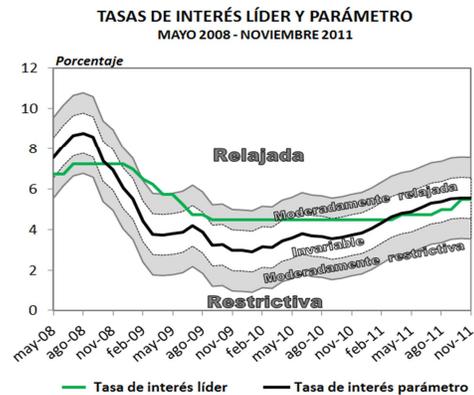


E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS

1. Tasa de interés parámetro

Durante el primer semestre del año, la tasa de interés parámetro tuvo un crecimiento más dinámico asociado al comportamiento de los

precios internacionales de las materias primas, que aumentaron, sugiriendo pronósticos de inflación mayores y por tanto una brecha de inflación positiva y creciente; adicionalmente, la recuperación de las economías avanzadas parecía ser más fuerte de lo esperado por lo que la brecha del producto, aunque negativa tendía a recuperarse. En contraste, a partir del segundo semestre del año, la tasa de interés parámetro registró tasas de crecimiento menos dinámicas, derivado de una moderación en los precios internacionales de las materias primas y crecimiento económico mundial más lento de lo esperado, por lo que el comportamiento en las brechas de inflación y de producto no mostraron cambios relevantes. Por su parte, el comportamiento del tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar habría ejercido un contrapeso en la evolución de la tasa de interés parámetro. La sugerencia de orientación de política monetaria de la tasa de interés parámetro indica, a noviembre de 2011, una política monetaria invariable, derivado del efecto de una brecha de inflación positiva que compensa en mayor magnitud las brechas negativas del producto y del tipo de cambio. La tasa de interés líder de política monetaria ha seguido, en general, la trayectoria de la tasa de interés parámetro.



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

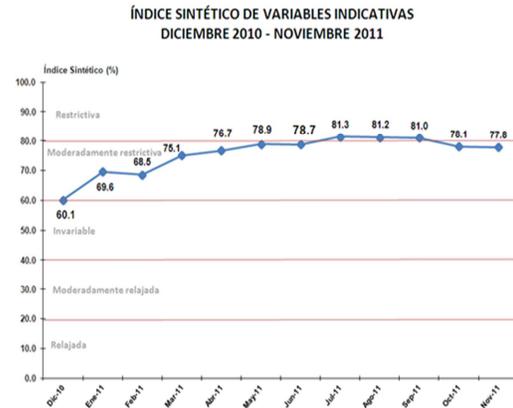
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

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

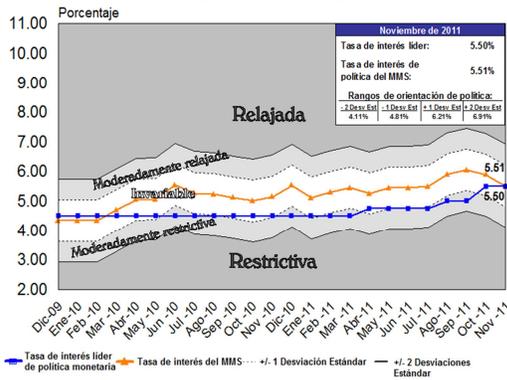


Para el último trimestre de 2011 la desviación estándar de la diferencia histórica entre la tasa de interés líder de política monetaria y la tasa de interés del MMS, sugiere que la orientación de la política monetaria se mantenga invariable.

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



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



| ÍNDICE SINTÉTICO | | |
|---|-------------------|-------------------|
| COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN | | |
| ORIENTACIÓN | AI 31/12/2010 (%) | AI 30/11/2011 (%) |
| Relajada | 1.62 | 0.00 |
| Moderadamente relajada | 19.38 | 0.00 |
| Invariable | 16.00 | 27.00 |
| Moderadamente restrictiva | 63.00 | 34.71 |
| Restrictiva | 0.00 | 38.29 |
| TOTAL | 100.00 | 100.00 |

F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

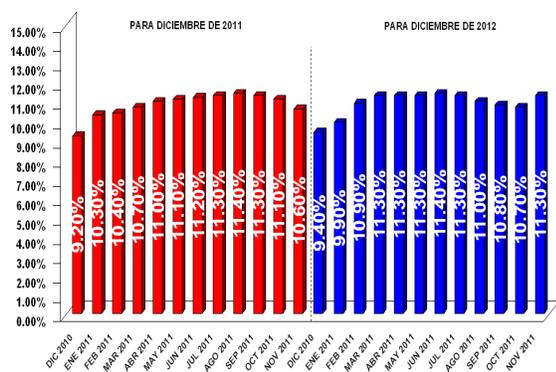
El enfoque prospectivo del índice sintético de las variables indicativas que evalúa de manera conjunta la orientación de política monetaria

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

1. Emisión monetaria

La proyección econométrica para diciembre de 2011 de la emisión es de 10.6%, superior a la de 10.3% estimada en enero y para 2012 de 11.3%, superior a la de 9.9% estimada en enero, resultado de las proyecciones de inflación y del producto interno bruto. Al 30 de noviembre la emisión registra un aumento de 6.6%. El coeficiente de preferencia de liquidez (0.1614) fue menor al registrado a finales de 2010 (0.1831). Por su parte, el coeficiente de retención bancaria fue de 0.1667, lo que estaría evidenciando la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario.

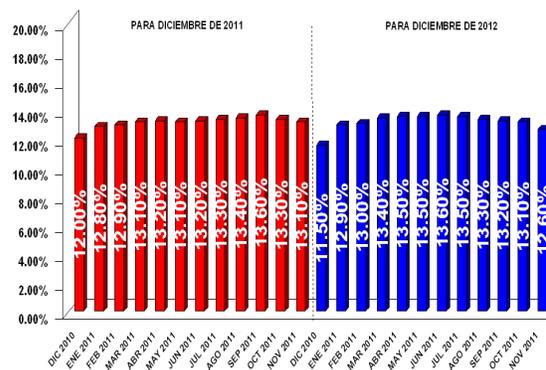
PROYECCIONES INTERANUALES DE EMISIÓN MONETARIA PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012
Porcentajes



2. Medios de pago

La proyección de la tasa de variación interanual de los medios de pago evidencia un comportamiento al alza para 2011 al ubicarse en 13.1% (12.8% en enero) y una disminución para 2012 al situarse en 12.6% respecto al 12.9% de enero.

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

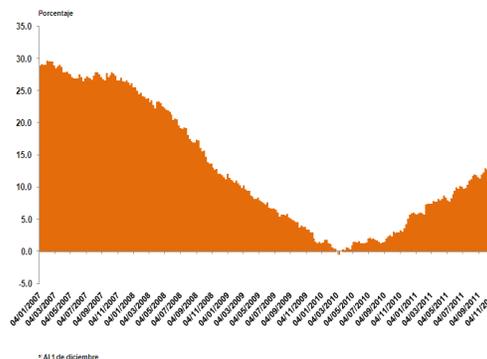


La variación interanual de los medios de pago totales al 1 de diciembre de 2011 fue de 11.2%, superior a la registrada en el año previo (10.8%) comportamiento asociado particularmente a la evolución de los medios de pago en moneda extranjera, los cuales crecieron 14.7%.

3. Crédito bancario al sector privado

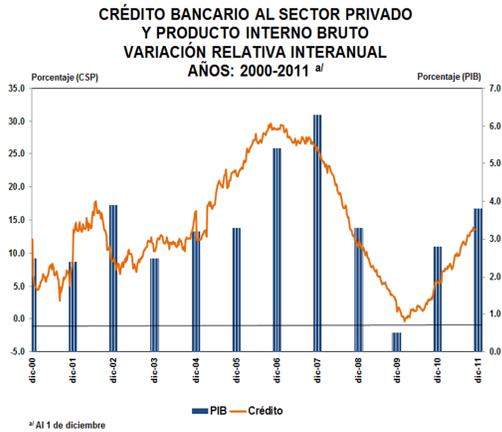
Al 1 de diciembre de 2011, el crédito bancario al sector privado registró un aumento de 13.6%, (5.0% a la misma fecha de 2010) continuando con la tendencia positiva iniciada en marzo de 2010, influenciado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda extranjera.

CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (MN + ME)
VARIACIÓN INTERANUAL
AÑOS: 2007 - 2011 ^{*/}



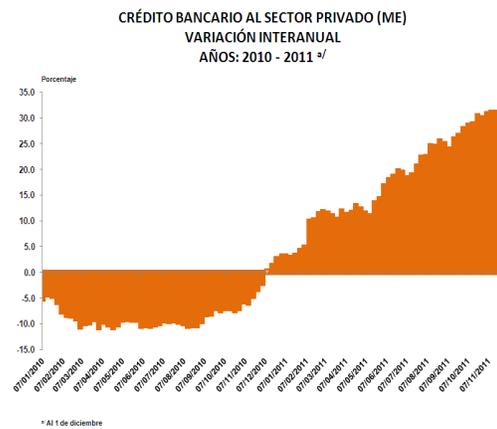
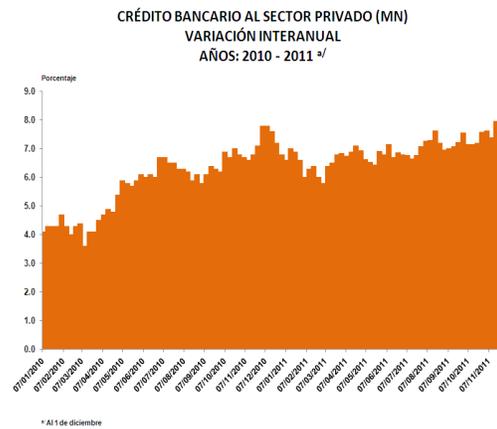
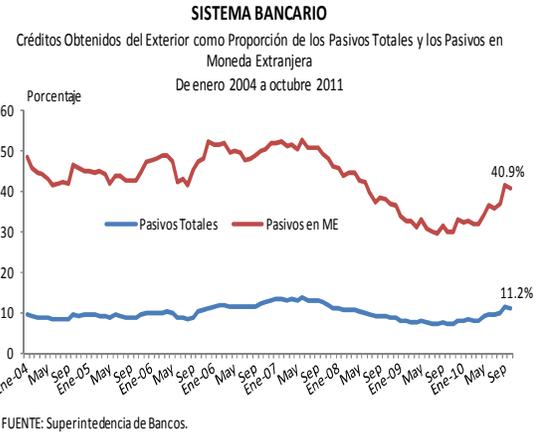
El crecimiento del crédito al sector privado podría estar asociado a la recuperación que muestran las actividades que se vieron más afectadas durante el periodo de la crisis, como la industria manufacturera (74.9%), el sector de electricidad, gas y agua (70.4%), el comercio (35.1%) y la construcción (4.2%). Del incremento interanual del crédito al sector privado, el 74.8%

fué otorgado por bancos grandes, el 23.0% por bancos medianos y el 2.2% por bancos pequeños.



El crédito en moneda nacional registró una variación interanual de 7.8% (6.5% a la misma fecha del año previo). Por otro lado, es importante indicar que el crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera (Q7,226.3 millones), no es generalizado, deviene de entidades, cuyo principal nicho es el sector corporativo y se ha canalizado principalmente a la industria manufacturera y, en particular, a los ingenios y refinerías de azúcar, al comercio interno y a la actividad económica de electricidad, gas y agua, particularmente a la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.

En cuanto a las fuentes de fondeo del crédito en moneda extranjera, destacan los créditos obtenidos del exterior, que a octubre representaban el 40.9% del total de pasivos en moneda extranjera del sistema bancario y el 11.2% de los pasivos totales, niveles que si bien han venido creciendo, permanecen por debajo de los registrados a mediados de 2007 (52.7% y 13.8%, respectivamente).



RECUADRO 9**¿LAS EXPANSIONES ACELERADAS DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NECESARIAMENTE CONDUCE A UN *BOOM* CREDITICIO? EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA**

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

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

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

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

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

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

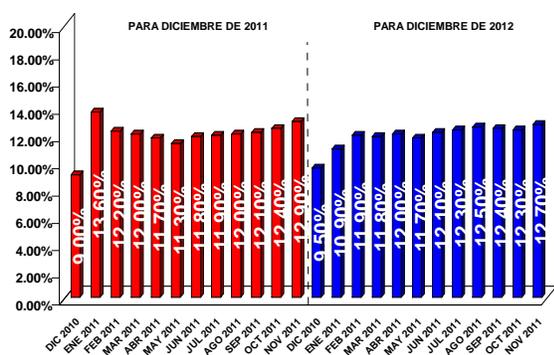
Tasas de interés de política monetaria bajas y, por ende, tasas activas menores, también pueden alimentar un incremento en el precio de los activos y sus colaterales (en particular en el sector vivienda) y, al mismo tiempo incrementar la capacidad de otorgamiento de crédito por parte de las entidades,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

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

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

La estimación de crecimiento del crédito bancario para finales de 2011 es de 12.9%, mientras que, para 2012, de 12.7%.

PROYECCIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012
Porcentajes



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

a) En moneda nacional

Durante el período enero-noviembre de 2011, las tasas de interés activas, promedio ponderado, muestran una leve tendencia al alza al situarse en 13.53% respecto de 13.25% en diciembre de 2010²⁷, explicado por incrementos de tasas de algunos bancos pequeños; mientras que las pasivas a la baja, al situarse en 5.23% (5.34% en diciembre de 2010)²⁸.

b) En moneda extranjera

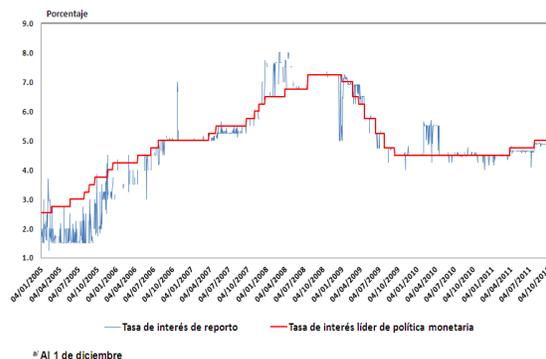
Las tasas de interés en moneda

extranjera, activas y pasivas, promedio ponderado, exhibieron una marcada tendencia hacia la baja al situarse en 6.80% (7.63% al 31 de diciembre de 2010)²⁹ y 2.66% (3.08% en diciembre de 2010) en su orden³⁰.

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

Durante el período enero-noviembre de 2011 la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día reflejó un comportamiento estable³¹, situándose el 1 de diciembre en 5.28%. Es pertinente destacar que el comportamiento de esta tasa de interés, a lo largo de 2011, se vio influenciado por los incrementos registrados en la tasa de interés líder de la política monetaria efectuados durante el año.

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



²⁷ La tasa de interés activa, promedio ponderado, en moneda nacional de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, se situó en 11.81%, mientras que al 1 de diciembre de 2011 en 11.89%, la de los bancos medianos, se ubicó en 13.77% (13.70% en diciembre 2010) y la de los bancos pequeños, pasó de 26.56% a 30.10%.

²⁸ La tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, entre el 31 de diciembre de 2010 y el 30 de noviembre de 2011 pasó de 5.00% a 4.83% en los bancos grandes, de 5.82% a 5.84% en los bancos medianos, y de 6.85% a 6.70% en los pequeños.

²⁹ La tasa de interés activa en moneda extranjera, entre el 31 de diciembre de 2010 y el 1 de diciembre de 2011 pasó de 6.99%, a 6.17% en los bancos grandes de 8.89% a 8.04%, en los medianos y de 12.43%, a 11.76% en los pequeños.

³⁰ Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 1 de diciembre de 2011 pasó de 2.78% a 2.48%, en los bancos grandes; de 3.17%, a 2.62%, en los medianos y en los bancos pequeños de 5.07% a 4.44%.

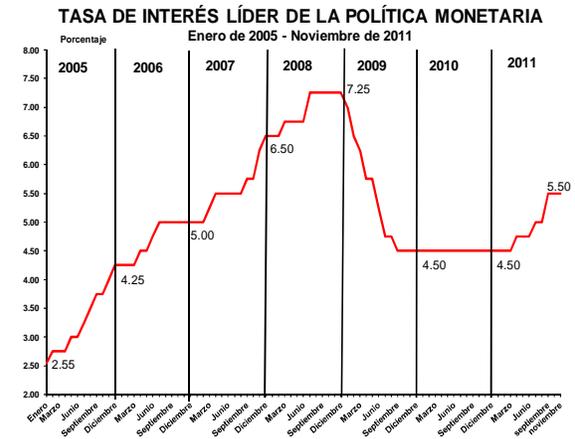
³¹ Durante el período enero-noviembre, registró su nivel mínimo (4.08%) el 13 de julio y su valor máximo (5.36%) el 4 de noviembre.

IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A NOVIEMBRE DE 2011

A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER

Conforme el calendario aprobado por la Junta Monetaria, en 2011 dicho cuerpo colegiado tomó decisión respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria en ocho ocasiones. El 23 de febrero decidió mantenerla invariable en 4.50%; el 30 de marzo la elevó en 25 puntos básicos situándola en 4.75%; el 27 de abril y el 29 de junio decidió mantenerla invariable en 4.75%; el 27 de julio la incrementó en 25 puntos básicos ubicándola en 5.00%; el 28 de septiembre la elevó en 50 puntos básicos situándola en 5.50%; en tanto que el 26 de octubre y el 30 de noviembre la mantuvo invariable en 5.50%. Entre los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas destacan, en el orden externo, los riesgos inflacionarios debido a la volatilidad observada en los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), así como la incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial (particularmente la agudización en las condiciones de volatilidad e incertidumbre observada en la Zona del Euro y la situación fiscal en los Estados Unidos de

América); en tanto que en el orden interno, se tomó en cuenta el dinamismo de los principales indicadores de la actividad económica del país, los que estarían denotando presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, así como una mayor volatilidad por efectos de segunda vuelta provenientes de choques de oferta, y que las expectativas de inflación de los agentes económicos aún permanecen elevadas.



RECUADRO 10

¿CÓMO MEJORAR LOS MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA EN CENTROAMÉRICA?

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

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

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

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



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

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

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

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

B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso del Banco de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones

de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero, público y privado no financiero, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

1. Por plazo

Entre el 4 de enero y el 31 de mayo las OEM por plazo se realizaron a 7 días, por medio de subastas diarias de neutralización de liquidez y



de la ventanilla de facilidad permanente, con bancos y sociedades financieras, mediante los mecanismos de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, así como en ventanilla con las entidades del sector público. A partir del 1 de junio entró en vigencia el esquema definitivo para la implementación de la tasa de interés líder de la política monetaria, en el cual las referidas operaciones se realizan únicamente al plazo de 1 día (overnight).

El saldo de las OEM al plazo de 7 días disminuyó Q683.2 millones entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de mayo de 2011, al pasar de Q4,779.4 millones a Q4,096.2 millones (Q3,336.0 millones por medio de subastas de neutralización de liquidez, Q307.0 millones por medio de facilidades permanentes de neutralización de liquidez y Q453.2 millones por medio de operaciones en ventanilla con entidades del sector público). Al 7 de junio no se registró saldo alguno de las referidas operaciones debido a que, como se indicó, a partir del 1 de junio las captaciones de DP se realizan únicamente al plazo de 1 día. Por su parte, el saldo de las OEM al plazo de 1 día se incrementó en Q1,644.1 millones entre el 1 de junio y el 30 de noviembre de 2011, al pasar de Q275.2 millones a Q1,919.3 millones (Q1,720.0 millones por medio de subastas de neutralización de liquidez y Q199.3 millones por medio de operaciones en ventanilla con entidades del sector público).

Cabe mencionar que durante el presente año no se han realizado operaciones de inyección de liquidez.

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 30 de noviembre de 2011, el saldo de las OEM a largo plazo disminuyó Q357.8 millones, al pasar de Q7,931.6 millones a Q7,573.8 millones, asociado al vencimiento de dichas operaciones.

2. Por fecha de vencimiento

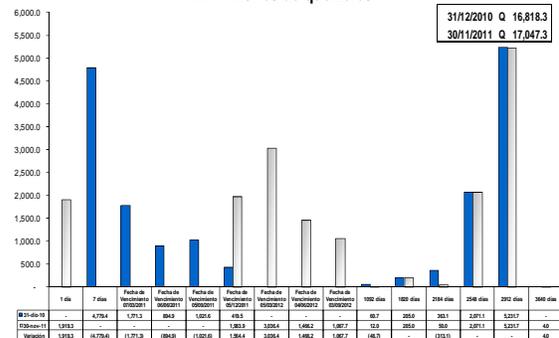
Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 30 de noviembre de 2011, el saldo de las OEM por fecha de vencimiento registró un incremento de Q3,446.9 millones, al pasar de Q4,107.3 millones a Q7,554.2 millones.

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

El saldo total de las OEM aumentó Q229.0 millones, al pasar de Q16,818.3 millones el 31 de

diciembre de 2010 a Q17,047.3 millones el 30 de noviembre de 2011.

SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA AL 31/12/2010 Y AL 30/11/2011 En millones de quetzales

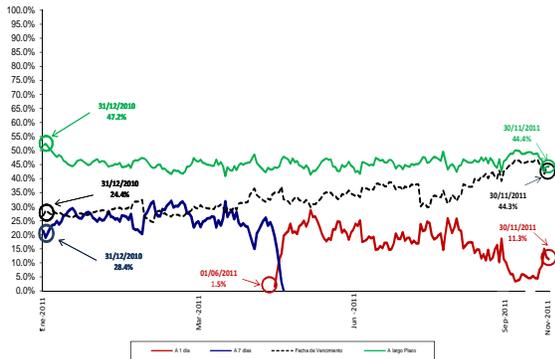


OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA Saldos en millones de quetzales

| Plazos y Fechas | 31-dic-10 | 30-nov-11 |
|---------------------------------|-----------------|-----------------|
| A 1 día | - | 1,919.3 |
| A 7 días | 4,779.4 | - |
| 07/03/2011 | 1,771.3 | - |
| 06/06/2011 | 894.9 | - |
| 05/09/2011 | 1,021.6 | - |
| 05/12/2011 | 419.5 | 1,983.9 |
| 05/03/2012 | - | 3,036.4 |
| 04/06/2012 | - | 1,466.2 |
| 03/09/2012 | - | 1,067.7 |
| Por fecha de vencimiento | 4,107.3 | 7,554.2 |
| A largo plazo | 7,931.6 | 7,573.8 |
| Total | 16,818.3 | 17,047.3 |

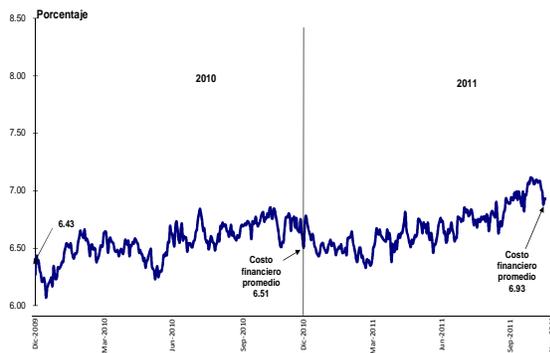
Los pesos relativos de las OEM al 31 de diciembre de 2010 eran los siguientes: a 7 días, 28.4%; por fecha de vencimiento, 24.4%; y a largo plazo, 47.2%. Al 30 de noviembre de 2011 dichos pesos fueron 11.3% para el plazo a 1 día, 44.3% por fecha de vencimiento y 44.4% a largo plazo.

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



El costo financiero promedio ponderado de las OEM, durante el período del 31 de diciembre de 2010 al 30 de noviembre de 2011, aumentó de 6.51% a 6.93%, debido fundamentalmente a los ajustes en la tasa de interés líder de la política monetaria.

**COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS
OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
DICIEMBRE 2009 - NOVIEMBRE 2011**



V. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO

A. EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL MANUAL DE ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS

Durante 2011 se continuó fortaleciendo el proceso de armonización de las estadísticas monetarias y financieras a nivel de Centroamérica, República Dominicana y Panamá, mediante la coordinación regional de los miembros del Grupo Ad-hoc de Estadísticas Monetarias y Financieras, bajo la coordinación de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano particularmente en el análisis de flujos de las Estadísticas Monetarias y Financieras, en sus tres componentes:

transacciones, cambios por valoración y otras variaciones de volumen. Asimismo, se redujo los plazos de entrega y la publicación en el sitio de Internet del Banco de Guatemala, con vistas a cumplir con los requerimientos de las Normas Especiales de Divulgación de Datos (NEDD).

B. EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL QUINTO MANUAL DE BALANZA DE PAGOS

Con la adopción de este manual, la recopilación estadística de transacciones económicas entre los residentes de la economía nacional con el resto del mundo se realiza utilizando las mejores prácticas internacionales e incorporando diversas fuentes de información e instrumentos de medición estadísticas, principalmente, encuestas económicas empresariales e institucionales.

En 2011, se llevó a cabo la Séptima Encuesta del Sector Externo (ENCSE7) y la implementación de las Encuestas Trimestrales del Sector Externo para el primero y segundo trimestres, y se publicó la Posición de Inversión Internacional con periodicidad trimestral para el cuarto trimestre de 2010; y primero y segundo trimestres del presente año.

El Banco de Guatemala divulga las estadísticas del sector externo de acuerdo a un calendario que contempla la publicación de la Balanza de Pagos Trimestral con un trimestre de rezago, la publicación de la Posición de Inversión Internacional con un semestre de rezago y la publicación de la Planilla de Reservas y Liquidez en Moneda Extranjera con un mes de rezago.

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

A. AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Con el propósito de continuar avanzando en el proceso de consolidación del esquema de metas explícitas de inflación y de modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, a partir del 1 de junio del presente año el Banco de Guatemala adoptó el esquema definitivo para la implementación de la tasa de interés líder de la política monetaria (abandonando el esquema transitorio), el cual consiste en que dicha tasa de interés se define como la tasa de interés de referencia para las operaciones al plazo de un día (*overnight*) y las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se efectúan al plazo de un día. La

conveniencia de haber adoptado dicho esquema operativo radica, principalmente, en que el mismo favorece un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos debido a que éstos tienen la certeza de que el Banco Central está presto, diariamente, para procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, contando con mecanismos efectivos para inyectar o neutralizar las deficiencias o excedentes de liquidez. Adicionalmente, la participación diaria del Banco Central en el mercado de dinero resulta crucial para la determinación de la tasa de interés de corto plazo, propiciándose que la misma fluctúe alrededor de la tasa de interés líder de la política monetaria. De esta manera, cambios en la tasa de interés líder tendrán una incidencia más efectiva en las condiciones financieras de los bancos y éstos tenderán a transmitir más rápidamente tales cambios a otras tasas de interés activas y pasivas relevantes, las cuales, a su vez, afectarán las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos y, por tanto, las condiciones de demanda agregada y las presiones inflacionarias de la economía, contribuyendo con ello al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

Durante 2011, se revisó la estructura y calibración del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) con el propósito de mejorar la calidad de sus pronósticos. En particular, se afinó la medición de la brecha del producto usando un modelo de función de producción *Cobb-Douglas*, lo cual permite una mejor medición de la posición de la economía guatemalteca en el ciclo económico y una prescripción más apropiada respecto de la trayectoria futura de la tasa de interés de política monetaria. Adicionalmente, se encuentra en desarrollo un modelo satélite que permitirá identificar, de mejor manera, el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia los principales componentes del producto interno bruto por el lado del gasto. Se estima que este modelo satélite pueda ser incorporado al MMS durante el primer semestre de 2012.

C. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL

Una gran cantidad de bancos centrales alrededor del mundo, principalmente aquellos que han consolidado un esquema de metas explícitas de inflación, han evolucionado hacia la

formulación y comunicación de la política monetaria por medio de herramientas analíticas modernas y métodos econométricos avanzados, tanto para evaluar la política monetaria ante distintos escenarios, así como para la elaboración de pronósticos de mediano plazo. Dentro del conjunto de herramientas desarrolladas se encuentran los Modelos Macroeconómicos Estructurales (MME), que consisten en modelos de equilibrio general dinámicos estocásticos (DSGE, por sus siglas en inglés)³² cuya estructura se basa en fundamentos microeconómicos. Es decir, cada ecuación de un MME se obtiene por medio del proceso de optimización matemático de cada sector que conforma la economía a ser modelada, sujeto a las restricciones tecnológicas y de recursos pertinentes, de tal forma que se conoce el origen de cada uno de los parámetros del modelo.

La utilización de dichos modelos en los bancos centrales que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación es variada pero se centra fundamentalmente, entre otros aspectos, en la evaluación y el impacto de las medidas de política monetaria, tanto de forma retrospectiva como de forma prospectiva; en la descomposición histórica de los diferentes choques que afectan a la tasa de inflación de la economía; y en la elaboración de pronósticos de mediano plazo de las principales variables macroeconómicas (producto, inflación, tasas de interés y tipo de cambio real).

A partir de 2009, el Banco de Guatemala se encuentra desarrollando un MME, para lo cual se ha contado con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI), una versión preliminar será puesta a prueba a partir del primer semestre de 2012.

³² En un modelo de equilibrio general dinámico estocástico, la palabra “equilibrio” se refiere a la inclusión explícita de restricciones presupuestarias y funciones objetivo de los diversos sectores que conforman una economía (hogares, empresas, gobierno, etc.); la palabra “general” se refiere al análisis de toda la economía en su conjunto; la palabra “dinámico” se utiliza para referirse al comportamiento prospectivo (*forward-looking*) de las empresas y los hogares; y la palabra “estocástico” indica que se incluyen diferentes shocks en el sistema (por ejemplo, choques de política monetaria, choques de oferta provenientes del mercado de insumos de producción, choques de demanda externa, choques de precios externos, choques de tasas de interés externas, choques de productividad, choques de producción y de precios de los *commodities*, entre otros).



Atentamente,



Johny Rubericy Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



Juan Carlos Castañeda Fuentes
Director
Depto. Investigaciones Económicas



Pablo A. Marroquín F.
Director
Depto. Análisis Bancario y
Financiero



Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas



Juan Manuel Meléndez G.
Subdirector
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Internacional



Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica



Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 12 de diciembre de 2011.



ANEXOS



ANEXO 1 ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2011

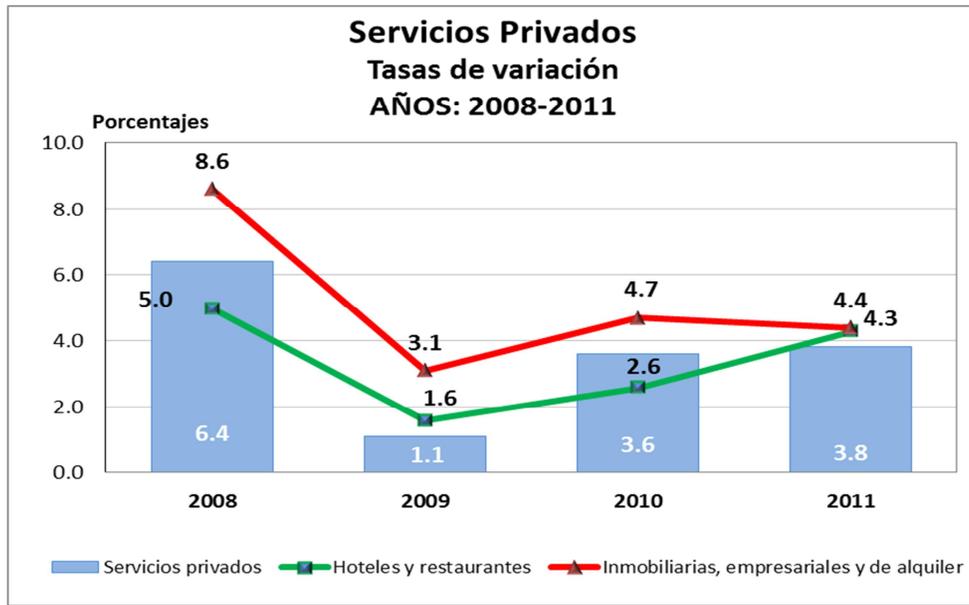
A. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

Con base en datos actualizados provenientes de las distintas fuentes de información (productores, gremiales y entidades públicas) y en el seguimiento de la evolución de los indicadores económicos de corto plazo considerados para la estimación del PIB real para 2011, se estima que éste crecerá a una tasa de 3.8% (2.8% en 2010), influenciado por variaciones positivas en el valor agregado de todas las actividades económicas.

En dicha estimación, se prevé un mayor dinamismo para las actividades económicas de los Servicios privados; la Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; el Transporte, almacenamiento y comunicaciones; la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la Explotación de minas y canteras; el Suministro de electricidad y captación de agua; y, la Construcción. Por otro lado, se estima un menor dinamismo para las Industrias manufactureras; la Administración pública y defensa; el Comercio al por mayor y al por menor; y, el Alquiler de vivienda.

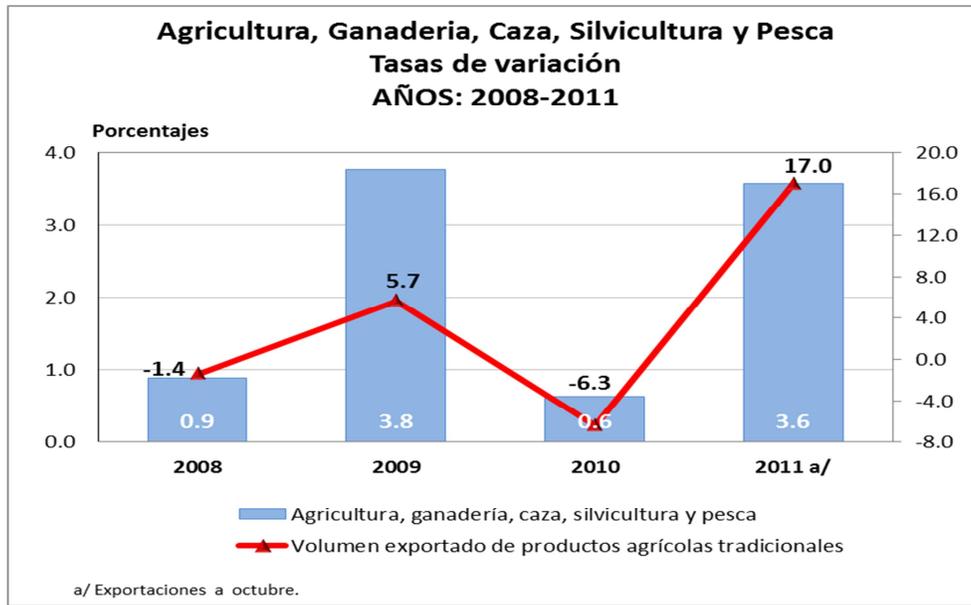
1. Actividades económicas con mayor dinamismo en su valor agregado

La actividad de *Servicios privados* (con una participación de 16.0% en el PIB), se prevé que pase de una tasa de crecimiento de 3.6% en 2010 a 3.8% en 2011. Dicho dinamismo estaría asociado, por un lado, al comportamiento esperado de la subactividad de hoteles y restaurantes, que está siendo impulsado por la expansión de franquicias para estos servicios en el país, algunas de ellas internacionales, así como por el incremento de cadenas de restaurantes nacionales bajo el concepto de servicio *express*; así como por el mayor dinamismo de los servicios de publicidad, asociado al incremento de dichos servicios debido al proceso electoral realizado en el presente año, y para los servicios de centros de llamadas en el país (*call centers*), los cuales continúan expandiéndose. En contraste, se esperaría un menor ritmo de crecimiento para las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, derivado de una menor demanda intermedia de estos servicios en las actividades industriales y de comercio.

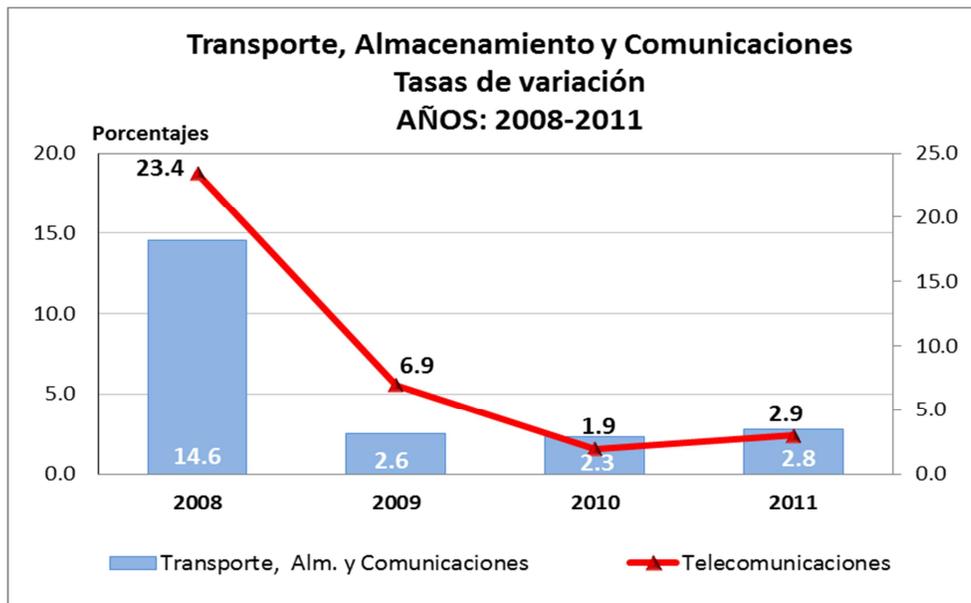


Para la actividad de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.3% en el PIB), se estima una significativa aceleración en su ritmo de crecimiento al pasar de 0.6% en 2010 a 3.6% en 2011, comportamiento explicado por la recuperación de las áreas de siembra que fueron dañadas por los fenómenos climáticos ocurridos en 2010, principalmente en la producción de cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo), que en conjunto representan más del 21% de la actividad, los cuales pasarían de una variación negativa de 1.4% en 2010 a una positiva de 5.6% en 2011, congruente con la recuperación observada en la demanda externa de los referidos cultivos, que a octubre de 2011 registran un crecimiento acumulado en el volumen exportado de 17.0% (-6.3% en 2010).

Por su parte, para los cultivos no tradicionales, principalmente de granos básicos, de hortalizas y de frutas, se prevé una recuperación en sus niveles de producción, a pesar de los daños ocasionados por el paso de la Depresión Tropical 12-E, que de acuerdo con información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), no fueron significativas en el volumen de la producción nacional, lo que se evidenció en un abastecimiento normal del mercado interno de los citados productos. Adicionalmente, el ciclo de producción de algunos cultivos también permitió un menor impacto de dicho fenómeno climático, tal es el caso del maíz, dado que la mayoría de productores ya habían cosechado la producción de primera siembra en todas las regiones del país, a excepción del altiplano. Por otro lado, respecto a la cosecha de segunda o postrera, tanto de maíz como de frijol, se realizaron las siembras, luego del paso de las lluvias, por lo cual se considera que los daños a dichos cultivos fueron mínimos.



La actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con una participación de 10.4% en el PIB), se espera crezca 2.8% (2.3% en 2010) asociado, principalmente, al mayor dinamismo previsto para las telecomunicaciones, las cuales alcanzarían un crecimiento de 2.9% (1.9% en 2010). Según información de la Superintendencia de Telecomunicaciones (SIT), este comportamiento se explica por una mayor diversificación de servicios prestados por las empresas operadoras de telefonía, tales como servicios de internet, planes de datos, redes sociales, entre otros.



En lo que corresponde a la actividad de *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un participación de 4.4% en el PIB), se estima pase de un crecimiento de 3.1% a 6.3% en 2011,



influenciado por la recuperación en la demanda de crédito bancario por parte del sector privado, congruente con el incremento registrado en las comisiones y en los intereses cobrados por la prestación de servicios bancarios.

En lo que respecta a la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB), el rápido de crecimiento de 14.0% (0.1% en 2010), responde, principalmente, al aumento esperado de 29.3% en la extracción de minerales metálicos (8.5% en 2010), asociado a mayores niveles de producción en la mina Marlin, lo cual se refleja en el incremento de 95.4% observado en el valor de las exportaciones de dichos minerales a octubre de 2011 (37.1% en el mismo periodo del año anterior).

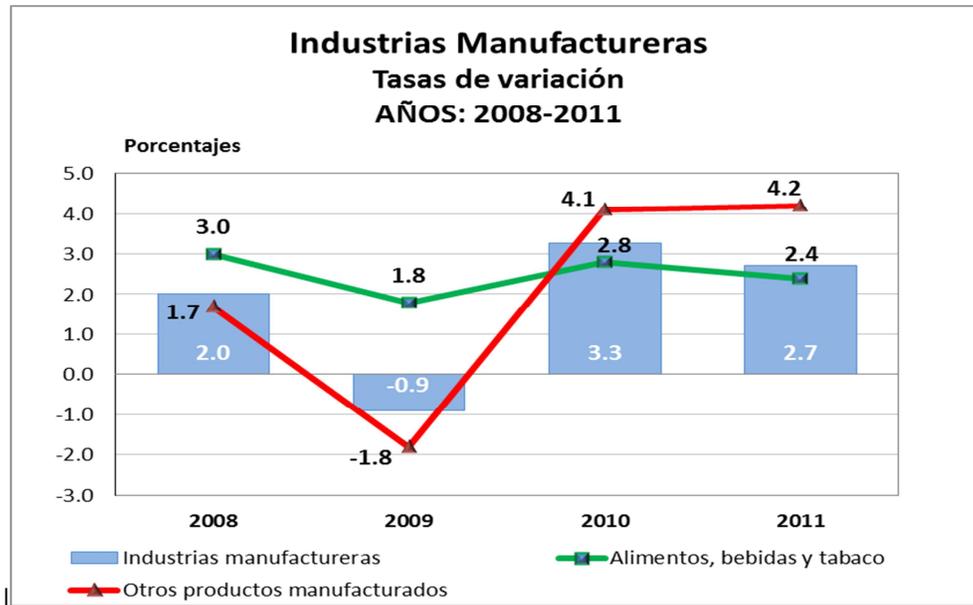
Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.5% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.9% (-0.4% en 2010). Recuperación que estaría asociada al incremento esperado en la generación de energía eléctrica, como resultado de una mayor demanda interna por parte de las empresas y de los hogares; así como a la normalización de operaciones de las hidroeléctricas que se vieron afectadas por el invierno copioso de 2010.

Por último, la actividad *Construcción* (con una participación de 2.9% en el PIB), se espera registre una recuperación en su valor agregado, cuya tasa de variación pasaría de una caída de 11.8% en 2010 a un crecimiento de 0.9% en 2011. Entre los factores que incidirían en el comportamiento positivo para esta actividad se encuentran, por una parte, la recuperación registrada en los metros autorizados de construcción, tanto de edificaciones residenciales como de edificaciones no residenciales; y por la otra, el incremento en las construcciones de tipo informal, lo que ha generado un incremento en la demanda de materiales de construcción. Conviene destacar que la recuperación en los metros autorizados de construcción se ha registrado principalmente en el segundo semestre de 2011, por lo que el proceso de ejecución de las obras se realizaría en su mayoría durante el próximo año.

Dichos factores han sido contrarrestados por una caída en la construcción de obras de ingeniería civil realizadas por el Gobierno Central, en particular, en lo relacionado al mantenimiento de la infraestructura vial.

2. Actividades económicas con menor dinamismo en su valor agregado

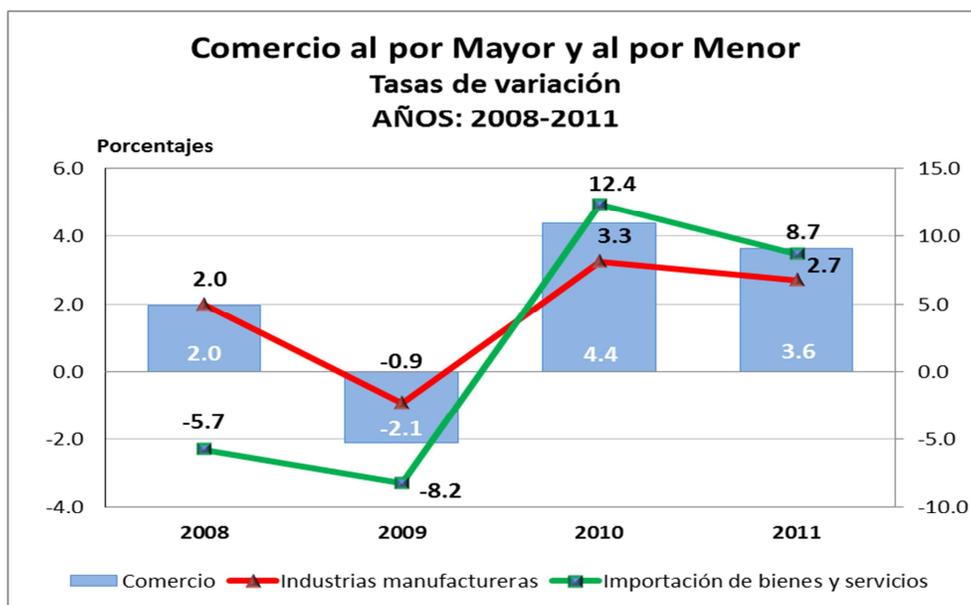
La actividad de *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.9% en el PIB), registraría un crecimiento de 2.7% (3.3% en 2010), asociado a un comportamiento menos dinámico en la producción de alimentos, bebidas y tabaco. La desaceleración de este renglón estaría compensada parcialmente por el comportamiento más dinámico de las actividades de otros productos manufacturados, vinculado, principalmente, al mayor crecimiento en las actividades de aserrado y productos de madera; de productos de vidrio, cerámicos, arcilla, cemento, artículos de hormigón y otros minerales no metálicos; y de productos metálicos, maquinaria y equipo; entre otros, influenciado por el crecimiento de la demanda externa de dichos productos, que a octubre registra un crecimiento acumulado en el volumen exportado de 16.2% (12.5% en el mismo período de 2010), así como a la recuperación prevista de la demanda intermedia de los productos destinados a la construcción.



Para el caso de la actividad de *Administración pública y defensa* (con una participación del 7.8% en el PIB) continuaría siendo dinámica al registrar una tasa de variación de 6.2%, aunque menor a la reportada en 2010 (9.2%). En dicho comportamiento incidiría el crecimiento esperado del valor agregado del Gobierno Central, consistente en el pago de remuneraciones que ejecutan los Ministerios y Secretarías. Al respecto, el pago de sueldos y salarios del gobierno central, en términos reales, al mes de octubre presenta una variación acumulada de 7.2% (10.5% al referido mes de 2010).



Por su parte, la actividad de *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.8% en el PIB) crecería 3.6% (4.4% en 2010), comportamiento que refleja el aumento en las actividades agrícolas e industriales y en alguna medida la evolución en términos de volumen de las importaciones de bienes, en términos reales. En menor medida contribuirían al comportamiento de éste sector el mayor número de establecimientos de cadenas dedicadas al comercio minorista, así como a la apertura de nuevos centros comerciales.



Finalmente, en lo que se refiere a la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.1% en el PIB) se estima un incremento de 2.8% (2.9% en 2010), comportamiento similar al del año previo y que se explica por el mayor número de viviendas terminadas.

En el cuadro siguiente, se presentan las tasas de crecimiento de las distintas ramas de actividad económica estimadas para 2011.



PRODUCTO INTERNO BRUTO
AÑOS: 2010 y 2011
(Tasas de variación)

| CONCEPTO | Participación | 2010 ^{p/} | 2011 ^{e/} | |
|---|---------------|--------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| | | | Estimación en abril de 2011 | Estimación en noviembre de 2011 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | | 2.8 | 2.9 - 3.5 | 3.8 |
| Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca | 13.3 | 0.6 | 2.4 | 3.6 |
| Explotación de minas y canteras | 0.7 | 0.1 | 6.7 | 14.0 |
| Industrias manufactureras | 17.9 | 3.3 | 2.9 | 2.7 |
| Suministro de electricidad y captación de agua | 2.5 | -0.4 | 1.1 | 2.9 |
| Construcción | 2.9 | -11.8 | -1.4 | 0.9 |
| Comercio al por mayor y al por menor | 11.8 | 4.4 | 3.9 | 3.6 |
| Transporte, almacenamiento y comunicaciones | 10.4 | 2.3 | 2.1 | 2.8 |
| Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares | 4.4 | 3.1 | 3.8 | 6.3 |
| Alquiler de vivienda | 10.1 | 2.9 | 2.8 | 2.8 |
| Servicios privados | 16.0 | 3.6 | 4.0 | 3.8 |
| Administración pública y defensa | 7.8 | 9.2 | 3.4 | 6.2 |

^{p/} Cifras preliminares
^{e/} Cifras estimadas

B. POR EL DESTINO DEL GASTO

Con relación a los componentes de la demanda interna, el gasto de consumo final (privado y público) se prevé crezca 4.1%, explicado principalmente por el dinamismo del consumo privado.

En adición al dinamismo del consumo privado, se espera un importante incremento de la formación bruta de capital fijo, dado que ésta crecería 4.7% (0.4% en 2010), como consecuencia de la recuperación prevista en la inversión para construcción, la cual pasaría de un crecimiento negativo de 14.1% a un crecimiento positivo de 2.7%, aunado al comportamiento positivo de las importaciones de bienes de capital.

En cuanto a la demanda externa, se prevé que las exportaciones de bienes y servicios registren mayor dinamismo y crezcan en términos reales 8.6% en 2011 (4.4% en 2010), como resultado de la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país, así como la apertura de nuevos mercados.

Para las importaciones de bienes y servicios, se prevé que en términos reales, registren en 2011 un crecimiento de 8.7% (12.4% en 2010), asociado a la demanda interna de bienes para uso intermedio y al efecto del incremento en los precios de importación de algunas materias primas.



PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS 2010 - 2011
(Tasas de variación)

| CONCEPTO | Participación en el PIB | 2010 ^{p/} | 2011 ^{e/} |
|---|-------------------------|--------------------|--------------------|
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | | 2.8 | 3.8 |
| GASTO DE CONSUMO FINAL | 96.7 | 4.5 | 4.1 |
| Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro | 85.6 | 4.1 | 4.0 |
| Gastos en consumo del gobierno general | 11.1 | 7.8 | 5.6 |
| FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO | 14.7 | 0.4 | 4.7 |
| Construcción | 5.7 | -14.1 | 2.7 |
| Maquinaria y equipo | 9.2 | 18.2 | 6.5 |
| EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS | 26.9 | 4.4 | 8.6 |
| IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS | 38.2 | 12.4 | 8.7 |

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

ANEXO 2 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA

El análisis del comportamiento de las principales cuentas monetarias del balance del Banco Central que se presenta a continuación, se basa en el programa monetario con información observada al 31 de diciembre de 2010 y estimada para el 31 de diciembre de 2011.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2011
SALDOS OBSERVADOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 Y ESTIMADOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2011
-Millones de quetzales-

| CONCEPTO | OBSERVADO 31/12/2010 | ESTIMADO 31/12/2011 | DIFERENCIA |
|--|-------------------------|------------------------|-----------------|
| I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS | 48,821.2 | 50,051.4 | 1,230.2 |
| US\$ | 5,953.8 | 6,103.8 | 150.0 |
| II. ACTIVOS INTERNOS NETOS | -25,430.9 | -24,438.5 | 992.4 |
| 1. Posición con el Sector Público consolidada | -10,308.5 | -8,793.4 | 1,515.2 |
| 1.1. Gobierno Central | -6,147.6 | -4,658.0 | 1,489.6 |
| 1.2. Resto sector público | -4,160.9 | -4,135.3 | 25.6 |
| 2. Posición con bancos y financieras | -12,498.5 | -13,815.0 | -1,316.5 |
| 2.1. Crédito a bancos y financieras | 2,060.7 | 2,060.0 | -0.7 |
| 2.2. Encaje remunerado y no remunerado | -14,559.2 | -15,874.9 | -1,315.8 |
| 3. Otros activos netos | 10,016.3 | 10,212.5 | 196.2 |
| 3.1. Gastos y productos | 15,447.8 | 16,370.5 | 922.7 |
| 3.2. Activos netos no clasificados | -5,431.5 | -6,158.0 | -726.5 |
| 4. Operaciones de estabilización monetaria | -12,640.2 | -12,042.7 | 597.5 |
| III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA | 23,390.3 | 25,612.8 | 2,222.6 |
| OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público) | -16,869.2 | -16,171.0 | 698.2 |

A. MONETIZACIÓN EXTERNA

Conforme al programa monetario para diciembre 2011, el nivel de las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RIN) aumentarían US\$150.0 millones (monto equivalente a Q1,230.2 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior. En el incremento de las RIN destacan, principalmente, los ingresos por desembolsos de deuda pública externa.

B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

1. Posición con el sector público

De conformidad con las proyecciones fiscales más recientes, basadas en información proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, se prevé que los depósitos del Gobierno Central en



el Banco de Guatemala, al finalizar el año, se reduzcan en Q1,489.6 millones respecto al saldo observado en diciembre de 2010, asociado al mayor nivel de gasto público previsto.

Por su parte, la posición del resto del sector público registrará una monetización de Q25.6 millones respecto de lo observado a finales de 2010. Este resultado se explica, fundamentalmente, por una reducción en los depósitos a plazo constituidos por las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

2. Posición con bancos y financieras

La posición con bancos y financieras programada para diciembre 2011 tendría un aumento de Q1,316.5 millones respecto al 31 de diciembre de 2010, relacionado con el mayor dinamismo observado en las captaciones bancarias.

3. Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala se espera que sea monetizante en Q909.1 millones respecto de diciembre de 2010. Dicho resultado se asocia, principalmente, al pago de intereses por concepto de operaciones de estabilización monetaria y a los rendimientos provenientes de la administración de las reservas monetarias internacionales.

4. Operaciones de estabilización monetaria (OEM)

El saldo total de las OEM estimado para 2011 registraría una disminución de Q698.1 millones respecto del monto observado el 31 de diciembre de 2010, lo cual refleja la menor necesidad de esterilización de liquidez por parte del Banco de Guatemala, dado el comportamiento previsto de los factores monetizantes y desmonetizantes.



ANEXO 3 MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Los mecanismos de transmisión monetaria representan diversos canales de complejas interrelaciones macroeconómicas. En el caso del esquema de metas explícitas de inflación, las acciones de política monetaria se materializan en cambios en la tasa de interés líder, orientados a anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La temporalidad de los canales de transmisión varía y, por consiguiente, los diferentes efectos de un cambio en la tasa de interés líder no ocurren de manera simultánea. Los efectos de las medidas de política monetaria pueden clasificarse en: 1) efectos de corto plazo sobre variables financieras y las expectativas; 2) efectos de mediano plazo sobre el consumo y la inversión; y 3) efectos de mediano y largo plazos sobre la inflación. En los párrafos subsiguientes se exponen algunos aspectos sobre la temporalidad y la efectividad de la transmisión monetaria.

1. Gradualidad y efectividad de la transmisión monetaria

Empíricamente se ha observado que la política monetaria opera con rezagos. Esto significa que el efecto de la adopción de una política monetaria expansiva (contractiva) no tiene efectos inmediatos³³.

La literatura económica evidencia que diversos factores financieros y macroeconómicos afectan la efectividad de la política monetaria. En efecto, si el sistema financiero está bien diversificado en términos de sus instituciones y productos, los cambios en la tasa de interés de política se transfieren de manera más rápida y completa a las tasas de interés de mercado (activas, pasivas y de reporto) y a otros precios financieros. En lo referente a factores macroeconómicos, el tamaño de la economía y su grado de apertura determinan tanto la importancia del canal del tipo de cambio como la capacidad de la política monetaria para determinar la tasa de interés interna. En una economía pequeña y abierta, los precios y las tasas de interés están muy influenciados por factores externos (riesgo país, deterioro de los términos de intercambio, variaciones en las tasas de interés) y la efectividad de la política monetaria se reduce, lo que significa que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés puede ser más débil.

1. Principales resultados

Para estimar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en Guatemala, se llevó a cabo un análisis econométrico basado en modelos de Vectores Autorregresivos Estructurales (SVAR, por sus siglas en inglés)³⁴. En particular, se utilizó la identificación de política monetaria basada en el trabajo de Leeper, Sims y Zha (1996). Las variables incluidas en las diferentes estimaciones son el tipo de cambio

³³ Bain y Howells (2003) identifican diferentes tipos de rezagos que justifican la gradualidad del ajuste de la política monetaria: 1) *Rezago de decisión de política*: representa el tiempo que toma a las autoridades monetarias decidir efectuar cambios en la tasa de interés; 2) *Rezago institucional*: constituye el tiempo que toma a la tasa de interés de política en tener un efecto sobre las tasas de mercado; 3) *Rezago del ingreso*: representa el tiempo que toma a la tasa de interés en afectar el ingreso disponible de los hogares; 4) *Rezago de gasto*: es el tiempo que toma a las tasas de interés de corto y largo plazos en afectar el gasto de los hogares y de las familias; 5) *Rezago de respuesta real*: es el tiempo que toma a los cambios en el gasto, reflejarse en cambios en la tasa de inflación, en la producción y en el empleo.

³⁴ Modelo de ecuaciones simultáneas en el que cada una de las variables es función de rezagos de la misma variable y de rezagos del resto de variables que conforman el sistema de ecuaciones, cuyos errores de estimación se descomponen de conformidad con restricciones congruentes con la teoría económica.

nominal, un agregado monetario, una tasa de interés, la producción interna y el nivel de precios. De los resultados obtenidos se eligieron, para el análisis, las estimaciones consistentes con la teoría económica. El período de estimación comprende observaciones desde 2001 hasta 2011³⁵.

El cuadro siguiente muestra el impacto sobre la inflación subyacente y la producción de un choque de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder. La respuesta de la inflación subyacente³⁶ es de hasta -0.392 y es significativo con rezagos de cinco meses como máximo. Por su parte, la respuesta de la brecha del producto es de hasta -0.485 y con rezago de hasta tres meses. Esto quiere decir que la duración de los efectos de un aumento de 0.25% de la tasa de interés líder es de cinco meses para la inflación subyacente y de 3 meses para la brecha del producto.

**Resumen de las funciones impulso-respuesta
de un choque de política monetaria sobre la producción y la inflación subyacente**

-Choque de tasa de interés de política de 25 puntos básicos-

| Variable | Respuesta Inicial | Respuesta Máxima | | Duración Total de la Respuesta |
|--|-------------------|------------------|---------------|--------------------------------|
| | | Magnitud | Mes observado | |
| Producción (Logaritmo del PIB trimestral desestacionalizado y como desvío con respecto a su tendencia en porcentaje) | 0.473 | -0.485 | 3 | 3 meses |
| Inflación subyacente (Logaritmo del IPC subyacente dinámico como desvío con respecto a su tendencia en porcentaje) | -0.252 | -0.392 | 2 | 5 meses |

Para poder impactar sobre la producción y la inflación subyacente, la tasa de interés de política actúa a través de las tasas de interés de mercado. En el cuadro siguiente se presenta la respuesta de la tasa de interés de reportos a siete días y de la tasa de interés activa. La intuición es que la tasa de interés de política afecta inicialmente a la tasa de interés de corto plazo y luego se transmite a la tasa de interés de mercado, tasa de interés activa en este caso. Se puede apreciar que la respuesta de la tasa de interés de reportos es instantánea pero menos que proporcional (0.112), alcanza el efecto máximo de 0.184 en el quinto mes y deja de ser significativa hasta después de 20 meses. Por otra parte, la tasa de interés activa reacciona significativamente a partir de cuatro meses, después del incremento de tasa de

³⁵ Aunque la calidad estadística de la estimación econométrica se incrementa con una muestra basada en un período extendido, tiene la desventaja de involucrar subperiodos correspondientes a diferentes esquemas de política monetaria (en particular, metas de agregados monetarios y metas explícitas de inflación). Por ese motivo, los resultados obtenidos sólo tienen un carácter tentativo.

³⁶ Medido en términos de brecha con respecto a su tendencia.

interés líder; su trayectoria es creciente y alcanza el efecto máximo de 0.048 a los 23 meses, para luego decaer.

**Resumen de las funciones impulso-respuesta
de un choque de política monetaria sobre otras tasas de interés**

-Choque de tasa de interés de política de 25 puntos básicos-

| Variable | Respuesta Inicial | Respuesta Máxima | | Duración Total de la Respuesta |
|-----------------------------|-------------------|------------------|---------------|--------------------------------|
| | | Magnitud | Mes observado | |
| Tasa de interés de reportos | 0.118 | 0.184 | 5 | 20 |
| Tasa de interés activa | 0.003* | 0.048 | 23 | 19 |

* No significativa a dos desviaciones estándar

En resumen, los resultados obtenidos son consistentes con la teoría económica. En efecto, la política monetaria afecta con rezagos a la producción, a la inflación subyacente y a otras tasas de interés, lo que sugiere una orientación *forward-looking* en las decisiones de tasa de interés para poder alcanzar la meta de inflación en el mediano plazo. Adicionalmente, los resultados indican que la tasa de política monetaria actúa a través de la tasa de interés activa y de reportos con amplios rezagos y en forma menos que proporcional. Esto permite inferir que la transmisión de la tasa de interés de política hacia la producción y la inflación es lenta e incompleta, razón por la cual, con la asesoría del Fondo Monetario Internacional, se ha estado trabajando en mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.