

BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT - 3 / 2008



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA, CAMBIARIA Y
CREDITICIA A NOVIEMBRE DE
2008**

GUATEMALA, DICIEMBRE 2008



ÍNDICE
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2008

I.	SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	ENTORNO EXTERNO	1
C.	INFLACIÓN	2
D.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA	6
E.	MERCADO MONETARIO	9
F.	MERCADO CAMBIARIO	9
G.	SÍNTESIS	9
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	10
A.	EXTERNO	10
	1. La economía mundial en 2008	10
	2. Choques externos que han incidido en la inflación total	18
	3. Inflación en alimentos	28
B.	INTERNO	30
	1. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal	30
	a) Balanza de Pagos estimada para diciembre de 2008	30
	b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	36
	c) Tipo de cambio nominal	37
	2. La actividad económica para 2008	39
	a) Índice Mensual de la Actividad Económica	42
	b) Producto Interno Bruto medido por el origen de la producción	42
	3. Finanzas públicas	49
	a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	49

b)	Estimación de cierre para diciembre de 2008	51
4.	Sistema financiero	52
a)	Entidades bancarias locales	52
b)	Entidades fuera de plaza (<i>off-shore</i>)	71
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	73
A.	META DE INFLACIÓN	73
1.	Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de noviembre de 2008	73
2.	Inflación subyacente dinámica	76
3.	Inflación importada	77
4.	Respuesta de política monetaria	80
B.	COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS	81
1.	Liquidez primaria	82
a)	Emisión monetaria	82
b)	Base monetaria amplia	84
2.	Medios de pago	86
3.	Crédito bancario al sector privado	87
a)	Tasa de crecimiento interanual	87
C.	ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ BANCARIA Y ACCIONES PARA ENFRENTAR LOS POSIBLES EFECTOS ADVERSOS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL	90
1.	Análisis de la liquidez bancaria	90
a)	Condiciones actuales	90
b)	Condiciones previstas para el corto y mediano plazos	92
2.	Acciones para afrontar los posibles efectos adversos de la crisis financiera internacional	95
a)	Medidas para proveer de liquidez a bancos del sistema	95

b)	Flexibilización temporal y moderada del cómputo del encaje bancario	97
D.	PROYECCIÓN ECONOMETRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2008 Y PARA DICIEMBRE DE 2009	97
E.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO, CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	98
1.	Diagrama de abanico	98
2.	Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS	99
F.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	100
1.	Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas Privados	100
2.	Expectativas implícitas de inflación	102
G.	TASAS DE INTERÉS	103
1.	De Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM)	103
a)	En moneda nacional	103
b)	En moneda extranjera	110
2.	Tasa de interés parámetro	110
3.	Tasa de interés pasiva de paridad	111
H.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES ÍNDICATIVAS	113
IV.	ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA	114
A.	MONETIZACIÓN EXTERNA	115
B.	ACTIVOS INTERNOS NETOS (AIN)	116
1.	Posición con el sector público	116
2.	Posición con bancos y financieras	116
3.	Resultado operativo de gastos y productos	116
4.	Operaciones de estabilización monetaria	117
5.	Estimación del cierre del programa monetario 2008	117

V.	AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO	119
A.	AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL MANUAL DE ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS	119
B.	AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL QUINTO MANUAL DE BALANZA DE PAGOS	121
C.	AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES TRIMESTRALES	121
VI.	AVANCES EN EL MARCO ANÁLITICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	122
A.	MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	122
	1. Canal de la tasa de interés	123
	2. Canal del tipo de cambio	127
	3. Canal de expectativas	128
	4. Resumen	129
B.	MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL	130
C.	MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL	131
	1. Antecedentes	131
	2. Algunas reflexiones	133
D.	MERCADO SECUNDARIO	134
	1. Estrategia para desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores	134
	ANEXO	140

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2008

I. SÍNTESIS EVALUATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. MARCO GENERAL

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

B. ENTORNO EXTERNO

Durante el primer semestre, la economía mundial se caracterizó por la ocurrencia de un conjunto de choques simultáneos relacionados con los aspectos siguientes: a) incremento del precio internacional del petróleo y de otras materias primas e insumos que generaron presiones inflacionarias tanto en países industrializados como en países con mercados emergentes; b) inestabilidad financiera generada por la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*); y, c) expectativas de desaceleración económica en los países industrializados, principalmente en los Estados Unidos de América.

En el segundo semestre del año, se observó una intensificación de la crisis financiera internacional, provocando una crisis de confianza que deterioró, por una parte, las expectativas de crecimiento de la economía mundial y, por la otra, el comportamiento de los mercados crediticios y cambiarios.



Dentro de los elementos más importantes del deterioro del entorno externo destacan los siguientes:

a) Las fuertes expectativas de desaceleración en el crecimiento económico mundial, como resultado de la contracción en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, asociada, entre otros factores, a la caída en el mercado inmobiliario, a la intensificación de los desequilibrios en el sistema financiero de dicho país, a la drástica disminución de la producción industrial y a la reducción de la inversión y del consumo privados.

b) Agudización de la crisis financiera en los Estados Unidos de América y en Europa y la extensión de sus efectos a Asia y a algunos países en América Latina, coyuntura que se ha venido evidenciando en la alta volatilidad en las principales bolsas de valores del mundo y en los mercados cambiarios internacionales, así como en el deterioro importante en la confianza en los mercados financieros.

c) Tasas de inflación superiores a las de 2007, especialmente, en las economías emergentes y en los países en desarrollo, lo que refleja las presiones inflacionarias que ejercieron durante el primer semestre de 2008, los incrementos en los precios internacionales del petróleo y de los alimentos y cuyas reducciones en el segundo semestre del año todavía no se han trasladado plenamente a los precios internos.

C. INFLACIÓN

El continuo incremento en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, provocó en buena medida, que el ritmo inflacionario se acelerara de 8.39% en enero a 14.26% en julio. En efecto, en el período indicado se intensificó el incremento del precio de los bienes y servicios internos, asociados a dichas materias primas e insumos, destacando los siguientes: pan, pastas alimenticias, productos de tortillería, transporte urbano, electricidad, gasolinas, gas propano, carne de aves y transporte extraurbano. No obstante, a partir de agosto se empezó a evidenciar una reducción importante en el precio internacional del petróleo, del trigo y del maíz, cuyo descenso, aunque no se ha trasladado a los



precios internos de una manera significativa, ha influido en una reducción en el ritmo inflacionario total a partir de agosto. En efecto, a noviembre de 2008, el ritmo inflacionario total se ubicó en 10.85%.

En cuanto a la proyecciones de inflación para 2009, el promedio de las proyecciones de los dos métodos econométricos utilizados, indica un ritmo inflacionario total para dicho año de 7.58% y un ritmo inflacionario subyacente de 5.76%, ambos por arriba del valor puntual de la meta de inflación para dicho año (5.5%), aunque la inflación subyacente se ubica en el margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Por su parte, el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural pronostica un ritmo inflacionario total de 6.39%, por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 2009, pero dentro del margen de tolerancia. Vale resaltar que las proyecciones de inflación han venido mostrando una reducción desde agosto del presente año, debido, entre otros factores, a la reducción observada en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo.

Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2009, la encuesta efectuada en noviembre apunta a un ritmo inflacionario de 9.08%, valor que aunque se ubica por arriba de la meta de inflación para el referido año, sí muestra una moderación respecto del primer semestre del año, en virtud de que en la encuesta efectuada en junio de 2008, el referido panel proyectó un mayor ritmo inflacionario para finales de 2009 (10.70%).

En lo relativo a la inflación importada medible¹, luego de alcanzar un máximo de 5.84 puntos porcentuales de la inflación total en junio de 2008 comenzó a descender, ubicándose en noviembre en 1.32 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total, de los cuales 1.81 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa (la que se calcula, tomando en cuenta el aumento de los precios del petróleo y sus derivados) y -0.49 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta (la que se atribuye a la variación del precio internacional del

¹ No incluye el efecto indirecto que proviene de los derivados del trigo y del maíz: productos de tortillería, harina, pan y pastas alimenticias, entre otros. El análisis de la inflación importada se inició desde 2004, año en que los precios internacionales del petróleo y derivados empezaron a aumentar significativamente.



petróleo, del trigo y del maíz, a la inflación de los principales socios comerciales y a la variación del tipo de cambio nominal).

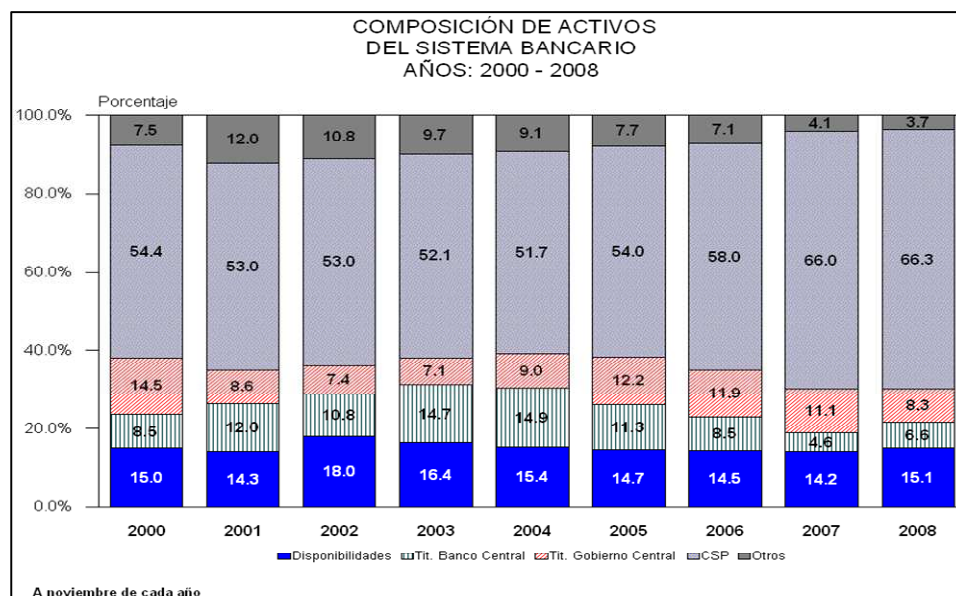
Si bien el peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total se ha venido reduciendo, especialmente, por la disminución en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el peso relativo de la inflación interna ha aumentado, lo que evidencia que aún persisten presiones inflacionarias, situación que se confirma por el comportamiento de la inflación subyacente dinámica.

En cuanto a los principales agregados monetarios, es pertinente subrayar que la emisión monetaria de enero hasta la tercera semana de mayo de 2008 se mantuvo por encima de sus valores programados; sin embargo, a partir de la cuarta semana de mayo se ha ubicado dentro del corredor programado. En efecto, en términos interanuales, al 27 de noviembre de 2008 la emisión monetaria registró una reducción de 3.5%, como resultado del comportamiento a la baja de sus dos componentes (numerario en circulación y caja de bancos), situación que se explica, fundamentalmente, por una menor demanda de efectivo por parte del público, como resultado de una mayor confianza en el sistema bancario. Por su parte, la base monetaria amplia, en general, durante el año se ubicó por arriba del corredor programado, principalmente, por el incremento en los excedentes de encaje y en las inversiones del sistema bancario en depósitos a plazo a 7 días en el Banco de Guatemala. Como resultado del comportamiento de la emisión monetaria y de la base monetaria amplia, la liquidez primaria al 27 de noviembre de 2008 registró un desvío de alrededor de Q2,240.0 millones por arriba del límite superior, reflejando, principalmente, el incremento de los recursos líquidos disponibles de los bancos del sistema (inversiones en CDP del Banco de Guatemala a 7 días plazo y excedentes de encaje).

Con relación a otros agregados, destaca, la tendencia que ha mostrado el crédito bancario al sector privado que a noviembre de 2008 se ubicaba por debajo del límite inferior del corredor estimado, situación que contribuiría a aminorar las presiones inflacionarias. Durante la mayor parte del primer semestre del año, la variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo por arriba del límite

superior del corredor estimado. No obstante, en la segunda parte del año, el crédito empezó a ubicarse por debajo de los valores estimados. En este comportamiento habría influido el hecho de que aumentó la preferencia de liquidez por parte de las instituciones bancarias, debido a la coyuntura financiera internacional, en la que se deterioró la confianza en los mercados financieros y reales y aumentó la aversión al riesgo, coyuntura en la que se empezaron a evidenciar menores flujos externos por concepto de utilización de líneas de crédito que fueron una fuente importante de la expansión del crédito bancario durante 2006 y 2007.

La expansión del crédito al sector privado en los dos años previos, como se ilustra en la gráfica siguiente, no solamente fue posible por las condiciones externas favorables, sino por el hecho de que las entidades bancarias disminuyeron el peso relativo dentro del activo total, de certificados de depósito a plazo en el Banco Central, así como de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala. En la coyuntura actual, en cambio, el crédito bancario al sector privado continúa desacelerándose, como resultado del análisis de crédito más riguroso por parte de las entidades bancarias y de la desaceleración de la actividad económica.





El comportamiento del crédito bancario al sector privado explicaría también por qué los medios de pago presentaron una tendencia a la desaceleración, ubicándose su comportamiento por debajo del límite inferior del corredor estimado.

Por otra parte, la ejecución de las finanzas públicas a noviembre de 2008, registró un déficit de Q2,817.1 millones, equivalente a 1.0% del PIB (déficit de Q2,729.2 millones a noviembre de 2007, equivalente a 1.1% del PIB). Al respecto, vale destacar que en noviembre de 2008 el déficit fiscal registró un aumento de Q2,538.0 millones, cambiando con ello la tendencia superavitaria a septiembre y el déficit moderado observado a octubre. Sobre el particular, vale mencionar que el superávit de las finanzas públicas hasta septiembre permitió moderar presiones inflacionarias.

D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

- **Para moderar la inflación**

La Junta Monetaria en sus decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria, efectúa un análisis integral con base en el Balance de Riesgos de Inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). En ese sentido, en el primer semestre del año, además de la presencia de presiones inflacionarias asociadas a los choques externos, las expectativas de inflación se estaban desanclando y la brecha del producto evidenciaba la presencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, razón por la cual la Junta Monetaria decidió aumentar dicha tasa de interés en marzo de 6.50% a 6.75% y en julio de 6.75% a 7.25%, con el propósito de moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y de contrarrestar los efectos de segunda vuelta de la inflación importada.

Se estima que las referidas alzas en la tasa de interés líder si bien habrían incidido en alguna medida en el aumento que registró la tasa de interés activa promedio ponderado en el año (90 puntos básicos), se considera que dentro de los determinantes de dicha tasa de interés no fue el alza en tasa de interés líder lo que privó, sino más bien una situación en la que los fondos del sistema



bancario se destinaron a aumentar sus recursos líquidos disponibles para protegerse ante las posibles contingencias derivadas de la situación financiera internacional, por lo que al disminuir los recursos para el otorgamiento de crédito, el precio (tasa de interés) aumenta.

Adicionalmente, las decisiones de tasa de interés líder a lo largo del año se orientaron a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos. Al respecto, las expectativas de inflación del panel de analistas privados para diciembre de 2008 se redujeron de 12.42% en la encuesta efectuada en julio a 11.08% en la encuesta de noviembre.

Por otra parte, el tipo de cambio nominal reflejó una relativa estabilidad y se estima que el efecto traspaso² del tipo de cambio nominal a los precios internos fue bajo en 2008.

Otro factor que habría coadyuvado a evitar mayor presión sobre el nivel general de precios, fue el superávit de las finanzas públicas registrado hasta el tercer trimestre del año.

- **Para dotar de liquidez al mercado**

La Junta Monetaria, en el último trimestre del año, ante la intensificación de los problemas externos que se reflejaron en la restricción de las condiciones crediticias, especialmente en las relativos a líneas de crédito y tomando en cuenta que dicha restricción habría obligado a las entidades bancarias a mantener mayor disponibilidad de recursos líquidos, limitando la disponibilidad para atender sus operaciones crediticias, decidió implementar, de manera temporal, las medidas siguientes:

- Proveer de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América a los bancos del sistema, mediante operaciones de reporto hasta por un monto de US\$275.0 millones. El Banco de Guatemala determina las condiciones financieras de las operaciones. Esta medida estará vigente

² El efecto traspaso (*pass-through*) del tipo de cambio nominal a los precios, es la relación entre las variaciones del tipo de cambio y la inflación interna en un determinado período. En efecto, una depreciación (apreciación) del tipo de cambio nominal aumenta (disminuye) la inflación interna. La magnitud de dicho efecto dependerá, entre otros factores, de cuán perfectos sean los mercados, de las características de los bienes, de la elasticidad de ajuste de los precios de los insumos y del grado de apertura de la economía.



hasta el 31 de enero de 2009. (Resolución JM-122-2008 del 5 de noviembre de 2008).

- Flexibilizar de manera temporal y moderada el cómputo del encaje bancario. Sobre el particular, los bancos del sistema podrán incluir en el cómputo del encaje bancario, en su orden, Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco de Guatemala, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Cédulas Hipotecarias con garantía FHA (Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas). El monto máximo que se acepta para utilizar esos documentos en el encaje computable es de Q25.0 millones por cada institución bancaria. Adicionalmente, se estableció que la proporción de fondos en efectivo que las entidades puedan agregar dentro del encaje computable se incremente de 25% a 100%. Esta medida estará vigente hasta el 31 de marzo de 2009. (Resolución JM-140-2008 del 26 de noviembre de 2008).

Por su parte, el Comité de Ejecución, en el ámbito de su competencia, ha implementado las medidas siguientes:

- Mantener una ventanilla para inyectar liquidez en quetzales a las entidades bancarias por montos ilimitados (vigente desde 2005).
- Cerrar temporalmente la ventanilla de colocaciones de Certificados de Depósito a Plazo del Banco de Guatemala (CDP) a plazos mayores de 7 días (vigente desde el 10 de noviembre de 2008).
- Permitir la redención anticipada de CDP en poder de los bancos del sistema (vigente desde el 24 de noviembre de 2008)
- Comprar Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en poder de las entidades bancarias (vigente desde el 24 de noviembre de 2008).

El conjunto de medidas implementadas pueden ajustarse conforme evolucione la liquidez y se normalicen las condiciones externas, por lo que su espíritu es compatible con los esfuerzos de la autoridad monetaria por controlar la inflación.



E. MERCADO MONETARIO

La participación del Banco Central en el mercado de dinero se ha realizado privilegiando el uso de operaciones de estabilización monetaria (OEM) en condiciones de mercado. En ese contexto, el monto de dichas operaciones al 28 de noviembre de 2008, fue superior en alrededor de Q3,384.0 millones al monto registrado al 31 de diciembre de 2007. Cabe mencionar que el aumento en las OEM se concentró principalmente en el plazo de 7 días, los cuales se incrementaron en Q4,102.0 millones en el citado período. Cabe mencionar que dicho aumento se empezó a observar en junio, pues antes de dicho mes el nivel de OEM fue similar al registrado a finales de 2007.

F. MERCADO CAMBIARIO

El tipo de cambio nominal, al 30 de noviembre de 2008, en general, registró un comportamiento congruente con su estacionalidad; no obstante, cabe destacar que la Junta Monetaria anticipó a finales de 2007 un cambio en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario para dotarla de mayor flexibilidad. En efecto, luego de observar un período de apreciación que provocaba múltiples participaciones del Banco Central en el mercado cambiario en momentos en los cuales se buscaba restringir las condiciones monetarias, dispuso que a partir del 12 de junio de 2008 se modificara la regla cambiaria, dotándola de mayor flexibilidad, pero manteniendo el principio de que se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En ese contexto, la nueva regla cambiaria es más sencilla y comprensible que la anterior, dado que elimina los umbrales y la hace simétrica para la compra y la venta de divisas.

G. SÍNTESIS

En 2008, la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia del país, se ha desempeñado en un escenario internacional complejo (caracterizado por inflación elevada, aunque con tendencia a la reducción, por desaceleración económica mundial, en particular en los Estados Unidos de América y en Europa) y por una crisis sin precedentes en los mercados financieros internacionales, por



lo que los principales riesgos continúan asociándose, principalmente, al entorno externo.

Finalmente, la respuesta oportuna de la política monetaria durante 2007 y 2008 habría coadyuvado a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que en adición a la reducción del efecto en los precios internos proveniente de la disminución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, durante el segundo semestre de 2008, permitió que el ritmo inflacionario se desacelerara de 14.26% en julio a 10.85% en noviembre. Adicionalmente, el Banco Central, sin perder de vista su objetivo fundamental y tomando en cuenta la coyuntura financiera internacional, en el segundo semestre de 2008 implementó mecanismos temporales que han permitido dotar de liquidez al mercado.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. EXTERNO

1. La economía mundial en 2008

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)³, se espera una desaceleración del crecimiento económico global, inducida por la crisis en los mercados financieros de las principales economías del mundo, especialmente en los Estados Unidos de América. Dicho organismo prevé para 2008 un crecimiento de la actividad económica global de 3.7% (5.0% en 2007), debido al menor dinamismo en las economías de los Estados Unidos de América, de Japón, del Reino Unido, de Canadá y de la Zona del Euro.

Es importante mencionar que, a pesar del menor crecimiento económico mundial, para 2008 el FMI prevé un aumento de la inflación global, la cual se ubicará en 3.6% (2.2% en 2007). El incremento de la inflación mundial ha sido generado por los aumentos de los precios tanto de la energía como de los alimentos, especialmente en las economías con mercados emergentes y en los países en desarrollo. En ese sentido, el FMI prevé que, para 2008, la inflación en las economías emergentes y en los países en desarrollo se sitúe en 9.2% (6.4%

³ IMF. World Economic Outlook (WEO), October 2008 y WEO Update, November 6, 2008.



en 2007) y en las economías avanzadas en 3.6% (2.2% en 2007). El aumento mencionado de la inflación ha inducido a muchos bancos centrales de economías emergentes y de países en desarrollo a adoptar una política monetaria restrictiva.

Dentro del análisis regional de la economía mundial para 2008, el FMI proyecta que la economía de los Estados Unidos de América crezca 1.4% (2.0% en 2007). El menor dinamismo de la economía estadounidense ha sido propiciado, fundamentalmente, por la profundización de la crisis financiera que se inició en 2007, lo cual ha incidido negativamente en las condiciones crediticias internas y ha contribuido a debilitar la demanda interna, especialmente el consumo y la inversión. En contraste, la economía estadounidense ha sido estimulada por políticas fiscal y monetaria expansivas, así como por el aumento de sus exportaciones (generado por la depreciación del dólar de los Estados Unidos de América respecto de las monedas de sus principales socios comerciales, en la mayor parte del año). El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúa siendo el principal desequilibrio macroeconómico en este país, ya que para 2008 se prevé que dicho déficit sea de 4.6% del producto interno bruto (5.3% en 2007). La inflación para 2008 se prevé en 4.2%, superior a la registrada en 2007 (2.9%).

En la Zona del euro, el FMI estima un crecimiento de 1.2% para 2008 (2.6% en 2007). La desaceleración del crecimiento económico previsto por el FMI para esta zona se debe a las condiciones crediticias adversas generadas por la crisis financiera global y al menor crecimiento esperado de la economía de los Estados Unidos de América. Por su parte, la inflación para 2008 se estima en 3.5%, tasa superior a la de 2007 (2.1%).

La economía de Japón, según el FMI, experimentará un crecimiento de 0.5% en 2008 (2.1% en 2007). La ralentización en la actividad económica en este país ha sido inducida por la reducción en la inversión fija, en el consumo privado y en las exportaciones. Además, el encarecimiento de las importaciones y la caída de las utilidades corporativas han propiciado un clima de incertidumbre que ha afectado negativamente la confianza de los agentes económicos. Por otra parte,



se espera que en 2008 la economía japonesa registre una inflación de 1.6% (0.0% en 2007).

En lo relativo a las economías emergentes de Asia, éstas experimentarían un crecimiento de 7.7% en 2008 (9.3% en 2007). La desaceleración en el crecimiento económico en estas economías se debe al debilitamiento de la demanda externa, generada por el menor crecimiento económico global, así como por el deterioro de las condiciones crediticias en los mercados financieros de la región. Dentro de estas economías, se espera que en la República Popular China se registre un crecimiento de 9.7%, menor al observado en 2007 (11.9%). El menor dinamismo de la economía de este país ha sido inducido, fundamentalmente, por la desaceleración de sus exportaciones; sin embargo, por el lado de la demanda interna, la inversión y el consumo, han continuado sustentando el crecimiento de esa economía. Por su parte, India, a pesar de la desaceleración de su actividad económica, presenta un pronóstico robusto de crecimiento económico de 7.8% (9.3% en 2007), el cual obedece al dinamismo de las exportaciones y del consumo interno. En 2008, para este grupo de países se prevé una inflación de 7.3% (4.9% en 2007).

En lo que respecta a las Economías con Mercados Emergentes y Países en Desarrollo, el FMI proyecta para 2008 una tasa de crecimiento de 6.6% (8.0% en 2007), sustentado en la fortaleza de la demanda interna, particularmente de la inversión y en el crecimiento moderado de las exportaciones. En lo referente a la inflación en 2008, proyecta una tasa de 9.2% (6.4% en 2007), la cual se explica por el aumento del precio de los alimentos (los cuales tienen una alta ponderación en los índices de precios al consumidor de este grupo de países) y por el aumento de las expectativas de inflación.

En cuanto a los países del Hemisferio Occidental⁴, el crecimiento económico para 2008 se estima en 4.5% (5.6% en 2007). Se proyecta que las economías latinoamericanas experimenten, en promedio, un crecimiento de 4.6%

⁴ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los países siguientes: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.



(6.1% en 2007). Es importante mencionar que la fortaleza de la demanda agregada interna es el principal factor que ha incidido en la mayor dinámica económica de la región. Dentro de las economías de este grupo de países, Perú experimentará el mayor crecimiento económico en 2008 (9.2%), mientras que Argentina, la República Bolivariana de Venezuela y Colombia crecerán 6.5%, 6.0%, y 4.0%, en su orden. Para Centroamérica, el FMI estima un crecimiento económico de 4.6% en 2008 (6.6% en 2007). En lo atinente a la inflación para los países del Hemisferio Occidental se prevé una tasa de 7.9% (5.4% en 2007), la cual es el resultado de la implementación de políticas monetarias disciplinadas que han anclado adecuadamente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Además, la mayoría de estas economías se ha fortalecido mediante una mayor flexibilidad cambiaria y un incremento en el nivel de reservas monetarias internacionales.

En cuanto a los países de Oriente Medio, los incrementos en la producción y en los precios del petróleo sustentaron la fortaleza de la demanda interna (especialmente de la inversión y del consumo), lo cual ha inducido un aumento en el crecimiento económico. Para 2008, el FMI prevé para esta región un crecimiento económico de 6.1% (5.9% en 2007). La inflación para este conjunto de países se proyecta en 15.8% (10.6% en 2007).

Para la Comunidad de Estados Independientes⁵, el FMI proyecta una tasa de crecimiento económico de 6.9% en 2008 (8.6% en 2007). Este dinamismo ha sido inducido por la fortaleza de la demanda interna, la cual, a su vez, ha sido sustentada en las mejoras en los términos de intercambio y en políticas fiscales y monetarias expansivas; sin embargo, la menor confianza de los agentes económicos, inducida por la crisis financiera global y el debilitamiento de la demanda externa, han contribuido a moderar el crecimiento económico de esta región. En lo referente a la tasa de inflación, la misma se espera que se sitúe en 15.6% (9.7% en 2007). El aumento de la inflación ha sido generado por los

⁵ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del área de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se incluye a los países siguientes: Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, República Kirguisa, Moldova, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.



aumentos de los precios internacionales de los combustibles y de los alimentos, en la mayor parte del año.

En cuanto a las economías africanas del Sub-Sahara, el FMI pronostica para 2008 un crecimiento económico de 5.5% (6.9% en 2007). Esta leve desaceleración económica ha sido inducida por la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial, así como por los aumentos en los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, las mejoras de los términos de intercambio de la región se han traducido en un aumento del ingreso interno, lo que a su vez ha venido fortaleciendo la demanda agregada en estas economías. Para este grupo de países, la inflación en 2008 se estima en 11.9% (7.1% en 2007).

En lo referente al comercio mundial de bienes y servicios, se estima que crezca 4.6% en 2008 (7.2% en 2007), lo cual es un resultado directo del menor crecimiento económico global.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS: 2007-2008
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2007 a/	2008 b/
Economía mundial	5.0	3.7
Economías avanzadas	2.6	1.4
Estados Unidos de América	2.0	1.4
Zona del euro	2.6	1.2
Japón	2.1	0.5
Economías emergentes de Asia*	9.3	8.3
República Popular China	11.9	9.7
India	9.3	7.8
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	8.0	6.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.6	4.5
Perú	8.9	9.2
Argentina	8.7	6.5
República Bolivariana de Venezuela	8.4	6.0
Colombia	7.7	4.0
Centro América	6.6	4.6
Oriente Medio	5.9	6.1
Comunidad de Estados Independientes	8.6	6.9
Rusia	8.1	6.8
Europa Central y del Este	5.7	4.2
África	6.3	5.2
Sub-Sahara	6.9	5.5
Volumen de Comercio	7.2	4.6
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	2.2	3.6
Estados Unidos de América	2.9	4.2
Zona del euro	2.1	3.5
Japón	0.0	1.6
Economías emergentes de Asia*	4.9	7.3
República Popular China	4.8	6.4
India	6.4	7.9
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.4	9.2
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.4	7.9
Perú	1.8	5.6
Argentina	8.8	9.1
República Bolivariana de Venezuela	18.7	27.2
Colombia	5.5	7.3
Centro América	6.7	10.9
Oriente Medio	10.6	15.8
Comunidad de Estados Independientes	9.7	15.6
Rusia	9.0	14.0
Europa Central y del Este	5.6	7.8
África	6.2	10.2
Sub-Sahara	7.1	11.9

* Comprende las economías de Asia en desarrollo, las recientemente industrializadas y Mongolia.

a/ Datos observados.

b/ Estimaciones

Fuente: IMF. World Economic Outlook (WEO), October 2008 y WEO Update, November 6, 2008.



RECUADRO 1

ASPECTOS RELEVANTES DE LA CRISIS FINANCIERA 2007-2008

I. LOS PRECURSORES DE LA CRISIS

Previo a la crisis financiera 2007-2008, la economía de Los Estados Unidos de América había tenido uno de los ciclos expansivos más prolongados de su historia económica, el cual inició en 1991 y tuvo una pausa en 2001, explicada, principalmente, por los ataques terroristas del 11 de septiembre y el estallido de la burbuja tecnológica. Ante esta situación, las expectativas de crecimiento económico fueron alentadoras, en un entorno caracterizado por exceso de liquidez global y bajos niveles en las tasas de interés, lo que contribuyó a la expansión acelerada del crédito y a un incremento en el precio de los activos. En ese contexto, se observó el surgimiento de nuevos productos y derivados financieros, con altos rendimientos y mayor nivel de riesgo, así como una disminución en la transparencia de las instituciones financieras. Dicha innovación dio lugar a la emisión y venta de bonos y obligaciones a otros inversionistas mediante el mecanismo de la titularización, hasta convertirse en la práctica de las entidades financieras, sin un adecuado entendimiento del riesgo intrínseco de los instrumentos en un ambiente de insuficiente capital para soportarlos¹. Esta situación permitió un rápido crecimiento del mercado hipotecario *subprime*, que llevó a generar un exceso de apalancamiento y endeudamiento de los hogares, llevando a las instituciones financieras a otorgar créditos hipotecarios por más de tres billones de dólares de los cuales, aproximadamente el 20% fueron concedidos a personas de baja solvencia económica.

De acuerdo con Barrell y Davis², la innovación financiera fomentó un cambio acelerado en la estructura de los balances bancarios y redujo el incentivo para monitorear el otorgamiento de los préstamos. Ante esta situación, las entidades bancarias mantuvieron bajos niveles de activos líquidos en sus balances, generando una agresiva gestión de pasivos para mantener los niveles de fondeo adecuados. En adición, los bancos incrementaron sus operaciones fuera de balance y utilizaron los denominados Vehículos de Inversión Especial (SIV, por sus siglas en inglés) con el objetivo de no aportar capital adicional para sus operaciones.

De esa cuenta, los bancos que originalmente financiaron los préstamos hipotecarios y constituyeron la base del *boom* inmobiliario, emitieron obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés), basados en esos activos, a fin de transferir el riesgo de crédito a otros bancos y fondos de inversión alrededor del mundo, lo que derivó en una burbuja financiera que afectó a los tenedores de los instrumentos en los mercados de Europa, de Asia y de América Latina. La falsa impresión de que el riesgo de crédito había sido transferido fuera del sistema bancario, fomentó este tipo de operaciones. Sin embargo, tal como lo indica el Banco Central Europeo³, las revelaciones de las exposiciones y pérdidas de las entidades financieras han demostrado que el crecimiento explosivo de los mercados de derivados de crédito no ha sido tan efectivo en transferir el riesgo de crédito fuera del balance de los bancos comerciales.

II. DETONANTES DE LA CRISIS

El escenario del *boom* inmobiliario cambió en el segundo semestre de 2004, cuando la Reserva Federal de Los Estados Unidos de América empezó a subir las tasas de interés. Posteriormente, en 2005 los precios de las viviendas empezaron a caer y la burbuja inmobiliaria empezó a desinflarse aumentando la tasa de morosidad y de incumplimiento, inicialmente en el mercado *subprime* y luego a los otros mercados. Por su parte, las ejecuciones hipotecarias empezaron a crecer de manera importante, a la vez que disminuía la demanda de viviendas, con el consecuente crecimiento del stock de las mismas. Paralelamente a estos acontecimientos, los precios de las viviendas continuaron bajando y los proyectos empezaron a perder rentabilidad, por lo que numerosas entidades financieras empezaron a tener problemas de liquidez. En ese contexto, a mediados de 2007, se divulgó que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían exposiciones en hipotecas de alto riesgo, por lo que el mercado empezó a entrar en desconfianza, a pesar de que dichas hipotecas estaban dentro de paquetes CDO que, en teoría, reducían el riesgo por estar diversificados y respaldados por activos físicos.

En este contexto, la incertidumbre provocó una repentina contracción del crédito y una volatilidad de los mercados bursátiles, generándose una venta masiva de títulos, al mismo tiempo que se hacía más pronunciado la pérdida de valor de todos los instrumentos respaldados por hipotecas generando con ello un efecto contagio que se extendió por todos los mercados financieros del mundo. En respuesta a ello, los principales bancos centrales del mundo empezaron a asumir su rol de prestamistas de última instancia e



inyectaron liquidez al mercado por miles de millones de dólares, a fin de enviar señales positivas al mercado para tranquilizar los mismos y evitar una fuga masiva de capitales.

III. EVENTOS RELEVANTES DE GESTIÓN DE RIESGOS

Según Barrell y Davis, la caída en la liquidez de mercado impactó rápidamente a los bancos, teniendo consecuencias inicialmente en el precio de los títulos y, posteriormente en la solvencia de las entidades. Las dudas en el mercado de dinero en torno a los productos estructurados hicieron que la liquidez de mercado colapsara, extendiéndose el impacto a nivel internacional. En ese contexto, los bancos fueron incapaces de titularizar hipotecas y otros préstamos, debido al colapso en la liquidez, a la vez que requerían líneas de crédito para respaldar sus operaciones, con el agravante de que no podían emitir papel comercial respaldado por activos (ABCP, por sus siglas en inglés). De esa cuenta, los bancos acumularon liquidez con el objetivo de proveer suficientes fondos a su negocio en marcha. Esta acumulación de liquidez, fue agravada por el temor al riesgo de contraparte en el mercado interbancario, ocasionado, principalmente, por el aumento del riesgo de crédito y de liquidez, derivado de las pérdidas no reveladas. De esa cuenta, en la medida que los bancos buscaban reducir sus operaciones crediticias y los prestamistas se tornaban más precavidos, se dio una caída sin precedentes en el mercado hipotecario, acompañado de una restricción significativa en los estándares de crédito.

Esta dinámica refleja que el riesgo de liquidez de fuentes de fondeo estuvo estrechamente relacionado con el riesgo de liquidez de mercado. En ese sentido, los bancos fueron vulnerables a dichos riesgos, derivado, entre otros factores, a los siguientes: bajas tenencias de activos líquidos, concentración en fuentes de fondeo de corto plazo, dependencia en el proceso de titularización e, incremento en el descalce de sus vencimientos.

El FMI⁴ ha denominado al proceso desencadenado por la crisis como desapalancamiento, en el que los bancos y otras instituciones buscan reducir su exposición a sectores altamente riesgosos, vendiendo activos o reduciendo el crecimiento de los mismos, así como reduciendo la dependencia de fondos más volátiles y fortaleciendo su adecuación de capital.

Finalmente, la presión de liquidez descrita y evidente en las primeras fases de la crisis comenzó a transformarse en una preocupación sobre la solvencia y la posición de capital de las instituciones financieras, denotando la necesidad de que los bancos gestionen cuidadosamente el riesgo de liquidez de las fuentes de fondeo en un ambiente volátil y de alta incertidumbre. Sobre el particular, Crockett⁵ hace referencia al riesgo de liquidez de mercado, indicando que en tiempos de stress, la dinámica de las respuestas individuales de los participantes de mercado adquiere una considerable importancia, ya que dichos participantes generalmente adquieren activos y obligaciones, considerando las condiciones bajo las cuales pueden vender esos activos o utilizarlos como colateral para sus necesidades de recursos. En otras palabras, los bancos deben considerar no solamente el valor fundamental de largo plazo de los instrumentos, sino también el valor al que puede liquidarse la posición rápidamente bajo ciertas circunstancias.

¹ International Monetary Fund (IMF). Finance & Development. June 2008

² Ray Barell y E.Philip Davis. The Evolution of Financial Crisis of 2007-2008. NIESR. October 2008.

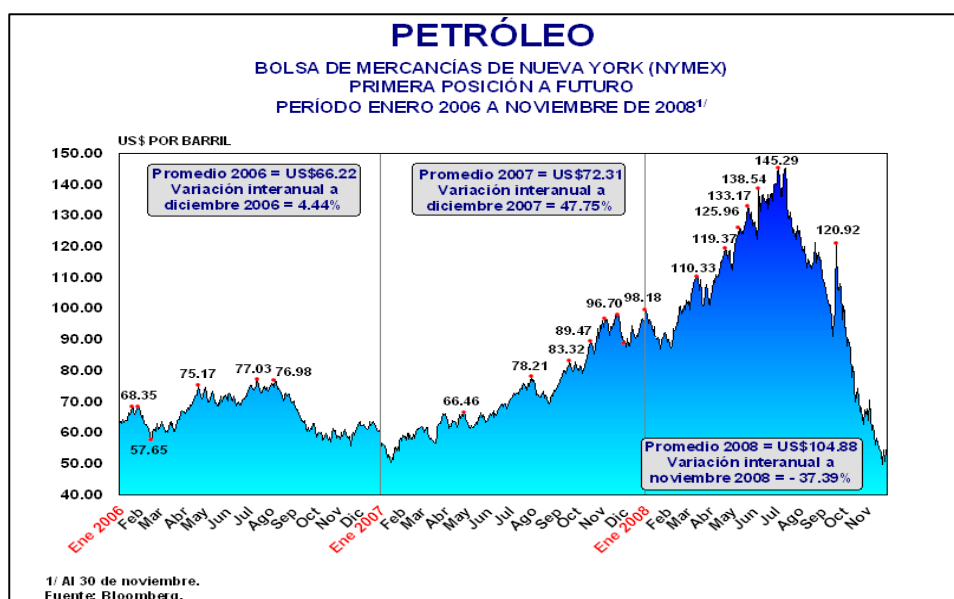
³ European Central Bank (ECB). Financial Stability Review. June 2008

⁴ IMF. Financial stress and deleveraging, Global Financial Stability Report, April 2008.

⁵ Crockett, A. Market Liquidity and Financial Stability. (2008).

2. Choques externos que han incidido en la inflación total

Durante el período de enero a noviembre de 2008, el precio promedio del barril de petróleo en la Bolsa de Mercancías de Nueva York se situó en US\$104.88, superior al precio promedio registrado en similar período de 2007 (US\$72.31). El precio internacional del crudo ha registrado una tendencia creciente desde inicios de 2007, la cual se mantuvo hasta mediados de julio de 2008, como resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como a una mayor especulación en el mercado de futuros del crudo, asociada, principalmente, a la participación de fondos de inversión en el referido mercado, debido en particular a la debilidad del dólar estadounidense frente a otras monedas. La cotización histórica más alta observada en el período indicado se registró el 3 de julio, cuando el precio por barril de petróleo se ubicó en US\$145.29. A partir del 15 de julio, el precio internacional del crudo ha venido registrando un comportamiento a la baja, situación que se mantiene a la fecha.



Según *Global Insight*⁶, firma que se dedica al análisis del mercado de energéticos, la reducción observada en el precio internacional del petróleo obedece a dos factores fundamentales: el primero, se refiere a los efectos de la

⁶ Global Insight. Global Petroleum Monthly. October - November 2008.



crisis financiera internacional; y el segundo, a la disminución en la demanda de petróleo, particularmente de los países industrializados que forman parte de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés). En lo que respecta a la crisis financiera internacional, los expertos señalan que la volatilidad registrada en las cotizaciones diarias del precio internacional, dificulta pronosticar el comportamiento del mismo en el corto plazo.

Por su parte, en lo referente a la disminución en la demanda mundial de petróleo, *Global Insight* indica que la misma está correlacionada con los efectos provenientes de la crisis financiera internacional. Se estima que los efectos de esta crisis en la economía real durante 2008 sean mínimos, pero esta situación cambiaría en 2009, cuando en el transcurso de dicho año la desaceleración en la demanda de petróleo sea mayor. Asimismo, se indica que en el corto plazo el precio del petróleo y sus derivados podría verse afectado por la restricción crediticia mundial, dado que las refinerías al enfrentar dificultades para obtener fuentes de financiamiento están reduciendo sus niveles de inventarios, situación que en el corto plazo podría favorecer la especulación en el mercado por el estrecho margen resultante entre la oferta y la demanda.

En efecto, se prevé que durante 2008, la demanda mundial de crudo podría crecer alrededor de 0.28 millones de barriles diarios, lo que situaría la demanda total en 86.34 millones de barriles diarios, en tanto que para la oferta total se proyecta un crecimiento de 1.38 millones de barriles diarios, al situarse en 86.94 millones de barriles diarios, lo que daría como resultado un excedente de 0.60 millones de barriles diarios.



PETRÓLEO OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL

Millones de barriles diarios

		2006	2007	2008 ^{p/}
OFERTA	MIEMBROS OPEP 1/	34.34	35.48	37.18
	MIEMBROS NO OPEP	51.07	50.08	49.76
	TOTAL OFERTA	85.41	85.56	86.94
DEMANDA	OECD 2/	49.34	49.17	48.04
	RESTO DEL MUNDO	35.54	36.88	38.30
	TOTAL DEMANDA	84.88	86.06	86.34
BALANCE GLOBAL		0.53	-0.50	0.60

p/ Cifras preliminares.

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

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

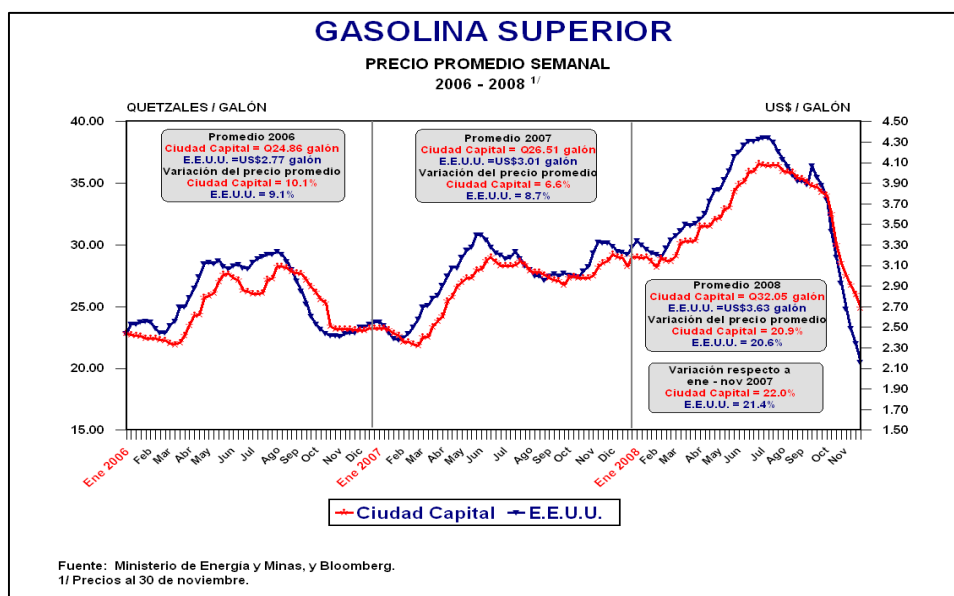
Fuente: Global Insight. Global Petroleum Monthly. November 2008.

Ante la desaceleración económica en los países industrializados, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), entidad que produce aproximadamente el 40.0% de la producción mundial de petróleo, acordó un recorte a su oferta por 1.5 millones de barriles diarios⁷, medida que cobró vigencia el 1 de noviembre de 2008, con el objeto de contrarrestar la disminución en el precio internacional del crudo.

El comportamiento observado en el precio internacional del petróleo también ha incidido en la tendencia de los precios de sus derivados. En efecto, en lo que respecta al precio de la gasolina superior, éste presenta una tendencia a la baja desde la tercera semana de junio de 2008, la cual se mantiene a la fecha. En el área metropolitana de Guatemala, el precio promedio de la gasolina superior durante el período de enero a noviembre de 2008 se situó en Q32.05 por galón, superior en 22.0% respecto del precio registrado en el mismo período de 2007 (Q26.28 por galón). Sin embargo, de julio a noviembre de 2008, el precio promedio mensual disminuyó Q10.13 por galón (27.8%), al pasar de Q36.42 a Q26.29. Por su parte, el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América para el período de enero a noviembre de 2008 se situó en US\$3.63 por galón, superior en

⁷ El recorte a la producción fue acordado el 24 de octubre.

21.4% respecto del precio registrado en el mismo período de 2007 (US\$2.99 por galón). De forma similar al caso de Guatemala, el mayor precio promedio mensual se registró durante julio de 2008, al situarse el galón de gasolina en US\$4.30, mientras que durante noviembre de 2008 el promedio mensual se situó en US\$2.42 por galón.



Cabe destacar que aún cuando el precio de la gasolina en el área metropolitana de Guatemala muestra una tendencia a la baja, el diferencial entre el precio máximo y el precio mínimo cotizado durante la última semana de noviembre, ha tendido a incrementarse a Q6.49 por galón, mostrando niveles superiores a los registrados en julio de 2008, cuando se observó el mayor precio promedio mensual de 2008 (Q36.42 por galón). Este comportamiento explica, en parte, la percepción de que el precio de la gasolina no ha registrado las mismas reducciones que las observadas en el precio internacional del petróleo.

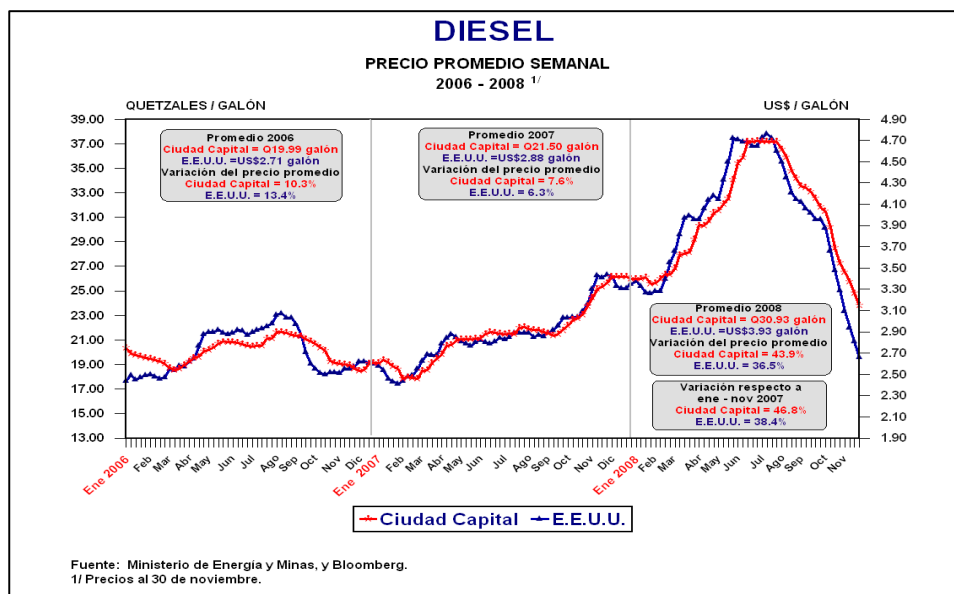
Por otra parte, el precio del diesel⁸ en el área metropolitana de Guatemala se situó, durante el período de enero a noviembre de 2008 en Q30.93 por galón, superior en 46.8% respecto del precio registrado en similar período de 2007 (Q21.07 por galón). Al igual que en el caso del precio de la gasolina, el diesel también presenta una tendencia a la baja, la cual inició desde julio de 2008, y que

⁸El diesel no forma parte de la canasta de bienes y servicios que se cotizan para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

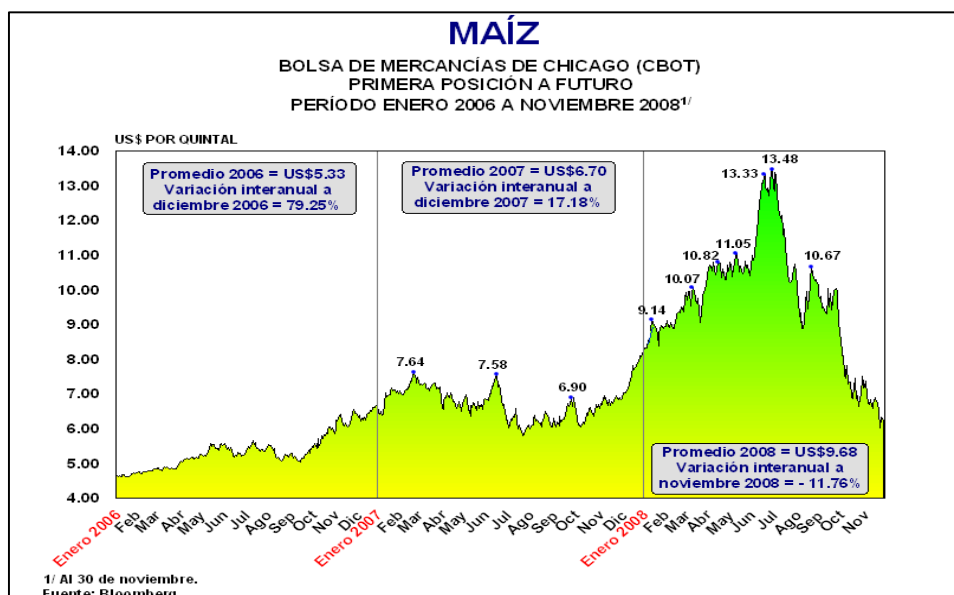


se mantiene a la fecha. En efecto, durante julio el precio promedio mensual del galón de diesel se situó en Q36.40, mientras que en noviembre éste se ubicó en Q25.22 por galón, lo que representa una reducción de Q11.18 por galón. Por su parte, el precio del diesel en los Estados Unidos de América para el período de enero a noviembre de 2008 se situó en US\$3.93 por galón, superior en 38.4% respecto del precio registrado en el mismo período de 2007 (US\$2.84 por galón).

La tendencia creciente que experimentó el precio internacional del diesel hasta julio de 2008, obedeció, principalmente, al incremento en la demanda mundial, particularmente de la República Popular China, de Europa y de los Estados Unidos de América, situación que provocó una disminución en los inventarios mundiales, ya que además de su uso como combustible para transporte pesado, se emplea como combustible para la generación de energía eléctrica y como sustituto del combustible para calefacción. Desde julio de 2008, el precio internacional del diesel, como se indicó, registró una tendencia a la baja, como resultado de una disminución en la demanda por parte de los países industrializados. Además, influyó en la baja del precio, el crecimiento de los inventarios en los Estados Unidos de América, situación que generó una mayor disponibilidad de este producto para la exportación.



Como resultado de las alzas históricas observadas en el precio internacional del petróleo y sus derivados desde 2007, varios países han promovido la utilización de fuentes de energía alternativa, entre las que destacan los biocombustibles, principalmente el etanol. El principal consumidor de este producto es los Estados Unidos de América, país en el que se produce a partir del grano de maíz, situación que provocó una mayor demanda de dicho grano y, por consiguiente, una presión hacia el alza de su precio internacional. En efecto, el precio promedio del maíz en la Bolsa de Chicago para el período de enero a noviembre de 2008 se situó en US\$9.68 por quintal, superior en 46.2% respecto del precio registrado en similar período de 2007 (US\$6.62 por quintal), registrando su mayor precio el 27 de junio de 2008, al situarse en US\$13.48 por quintal.



Sin embargo, desde finales de junio de 2008, el precio internacional del maíz ha registrado una tendencia a la baja, como resultado de la expectativa de obtener para la presente cosecha (2008-2009), un volumen en la producción mundial del grano similar a la producción récord obtenida en la cosecha anterior, luego de que a inicio de 2008 se preveía una merma considerable derivado de la reducción de las áreas de siembra destinadas a este grano, dada la sustitución de cultivos, principalmente en los Estados Unidos de América. De acuerdo a información del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América

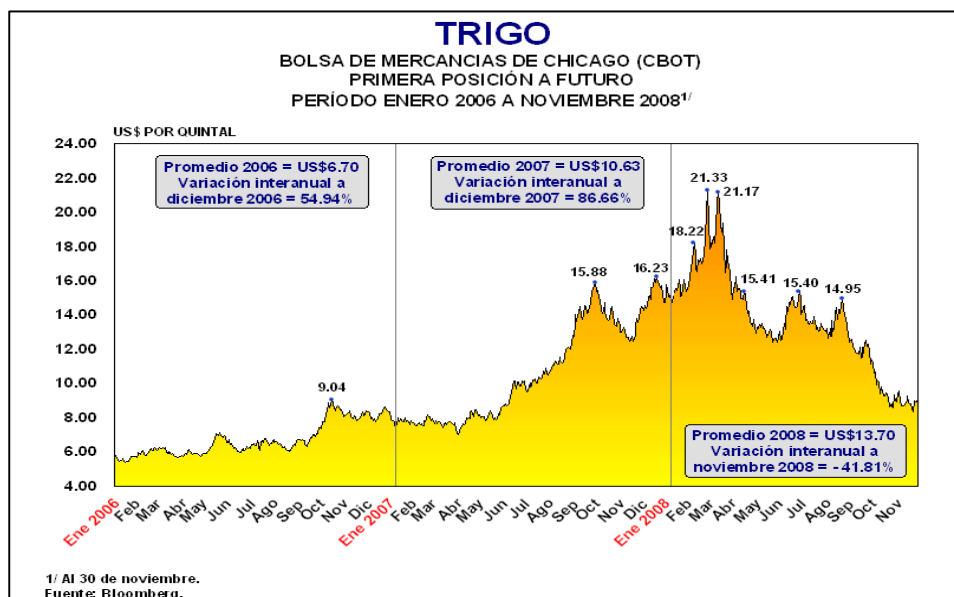


(USDA, por sus siglas en inglés), la producción mundial de maíz para la presente cosecha se situaría en 781.4 millones de toneladas⁹, cifra inferior en 1.3% respecto de la cosecha anterior (792.0 millones de toneladas). La menor producción mundial de maíz con relación a la cosecha previa, obedece a que aun cuando en los Estados Unidos de América se redujo el área de siembra en 9.7%¹⁰, la mejora en las condiciones climáticas en los otros países productores permitieron compensar dicha reducción.

En lo que respecta al trigo, cereal de mayor consumo a nivel mundial, éste registró en su precio una tendencia alcista hasta febrero de 2008, la cual se atribuyó a las reducciones en la oferta mundial, derivada de los daños ocasionados a la producción por factores climáticos, especialmente en las dos últimas cosechas. Durante el período de enero a noviembre de 2008 el precio internacional del trigo en la Bolsa de Mercancías de Chicago se situó en US\$13.70 por quintal, cifra superior en 34.2% respecto del precio registrado en similar período de 2007 (US\$10.20 por quintal). Derivado de la expectativa de un incremento a nivel mundial de las áreas de siembra destinadas al cultivo del trigo, el precio del grano registró una tendencia a la baja desde febrero de 2008, mes en el cual se registró la mayor cotización histórica al observarse un precio de US\$21.33 por quintal.

⁹ Noviembre de 2008.

¹⁰ A nivel mundial se estima una reducción en las áreas de siembra por aproximadamente 1.8%.



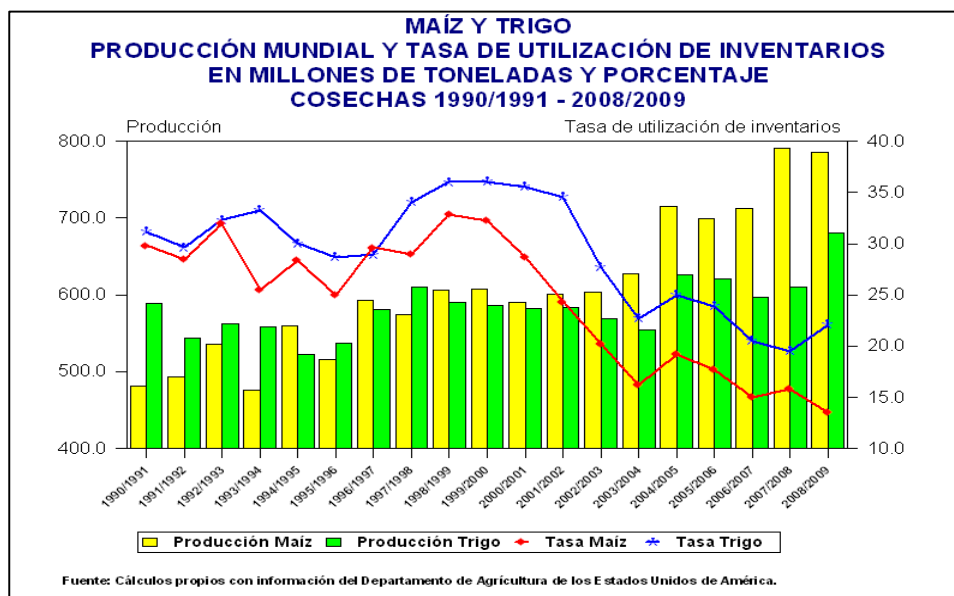
Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2008-2009 se estima en 682.4 millones de toneladas, monto superior en 11.8% respecto de la producción obtenida en la cosecha anterior (610.6 millones de toneladas). El incremento estimado en la producción mundial es resultado de la mejora en las condiciones climáticas en las principales regiones productoras, así como del aumento en las áreas destinadas a la siembra de dicho cultivo¹¹. Lo anterior permite que varios de los principales países exportadores del cereal que registraron daños a su producción en cosechas pasadas, recuperen su posicionamiento en el mercado internacional como abastecedores del grano, tal es el caso de Canadá, la Unión Europea, Australia y Ucrania.

Por su parte, la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), indicó que la baja observada en el precio internacional del maíz y del trigo está influenciada por las reducciones en el precio internacional del petróleo, así como por los efectos derivados de la crisis financiera internacional¹². Asimismo, la FAO agregó que otro factor que influye en la baja de los precios son las adecuadas perspectivas de la producción mundial para la presente cosecha, derivado del incremento de las áreas de siembra como resultado de las alzas de precios observadas a finales de 2007. Sin embargo, la

¹¹ A nivel mundial se registró un incremento de 2.7% en las áreas de siembra de trigo.

¹² FAO, Crop Prospects and Food Situation. October 2008.

FAO puntualizó que en el corto plazo continúa latente la presión que pueda ejercer en los precios internacionales el nivel de inventarios del maíz y del trigo, debido a que la tasa de utilización¹³ de los mismos continúa siendo muy baja, aunque en el caso del trigo ésta muestra una recuperación.

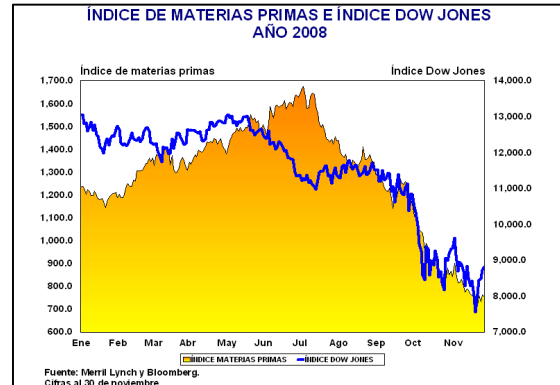
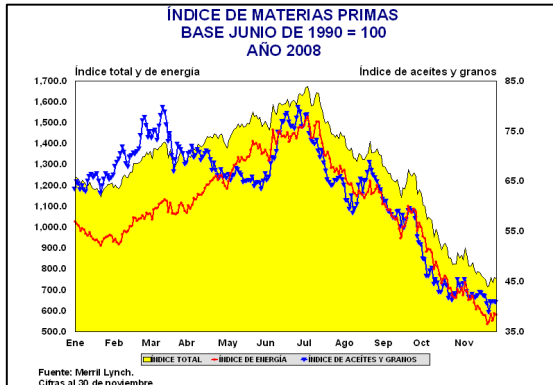


Además, la FAO advirtió que de continuar la tendencia a la baja de los precios internacionales, se podría ver afectada la producción de la cosecha 2009-2010, ya que los agricultores no tendrían incentivos de mantener o ampliar sus áreas de siembra derivado de los altos costos de producción que tienen, principalmente por fertilizantes, por lo que para finales de 2009 y principios de 2010 se podrían registrar nuevas alzas en los precios internacionales¹⁴.

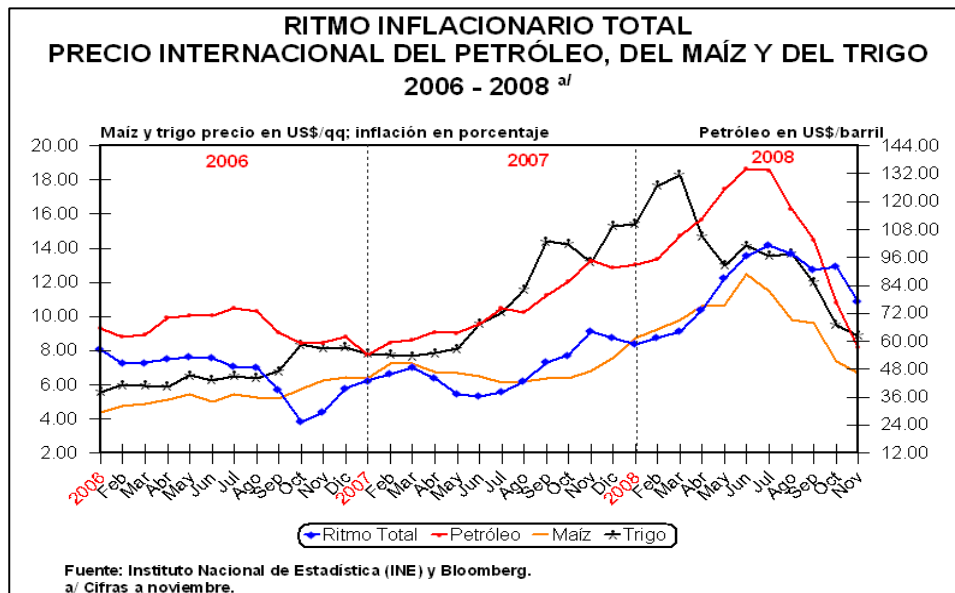
En general, los precios de la mayoría de las materias primas registran una tendencia a la baja desde julio de 2008, influida por la desaceleración económica mundial, así como por las caídas registradas en los mercados bursátiles del mundo, esto último principalmente durante septiembre y octubre de 2008.

¹³ La tasa de utilización de inventarios se obtiene de la relación entre el volumen de inventarios y el volumen de la demanda total, según la metodología de la FAO.

¹⁴ FAO, Food Outlook. November 2008.



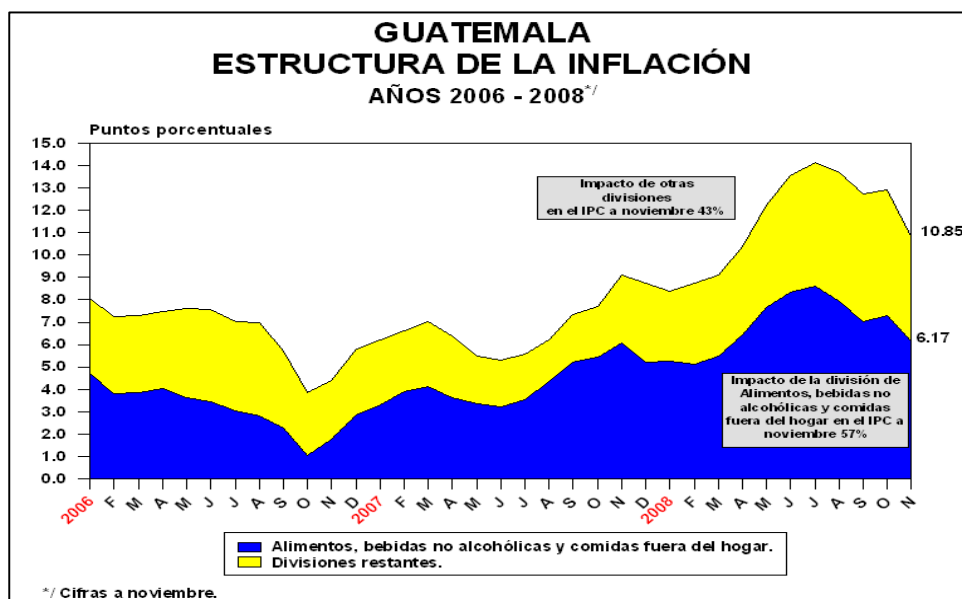
Por su parte, el FMI prevé que la estabilización de los precios de las materias primas, conjugada con la falta de dinamismo económico a nivel mundial, contribuiría a frenar las presiones inflacionarias¹⁵. Como consecuencia de los choques externos mencionados, la trayectoria del ritmo inflacionario en Guatemala se ha visto modificada, poniendo en evidencia la relación existente entre el comportamiento del ritmo inflacionario y la evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo.



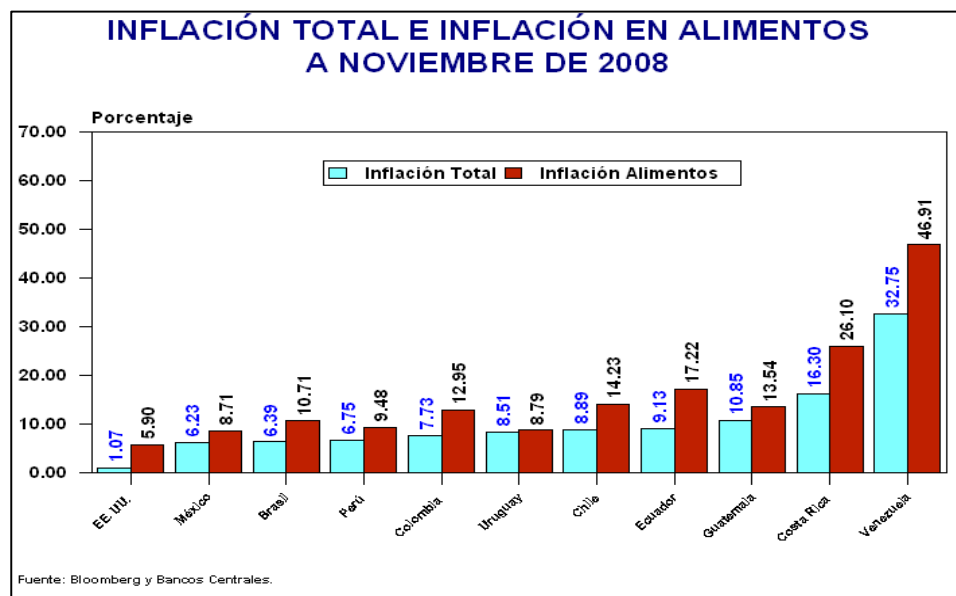
¹⁵ IMF, World Economic Outlook Update. November 2008.

3. Inflación en alimentos

Dentro de las divisiones del Índice de Precios al Consumidor (IPC) la más afectada ha sido la de alimentos, ya que en los últimos dos años, la incidencia de ésta en el ritmo inflacionario total se incrementó significativamente, al pasar de 27% en octubre de 2006 a 57% en noviembre de 2008.



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



Según el FMI, el alza en los precios internacionales de los alimentos está asociada a factores de demanda y de oferta de los mismos. Entre los factores de demanda destaca el aumento sostenido en el consumo, el cual obedece a un incremento en el ingreso per cápita y al rápido crecimiento demográfico en algunas de las principales economías emergentes, entre ellas, la República Popular China, India y algunos países petroleros del Oriente Medio. Por su parte, la oferta internacional de alimentos no ha registrado un ritmo de crecimiento tan acelerado como la demanda, debido a factores estructurales que limitan su proceso productivo. La rigidez de la oferta de alimentos se ha acentuado, como resultado del uso de algunos productos alimenticios en la producción de biocombustibles, como consecuencia de los elevados precios internacionales del petróleo.



B. INTERNO

1. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2008, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal

a) Balanza de pagos estimada para diciembre de 2008¹⁶

i) Cuenta Corriente

Para 2008 se estima que la Cuenta Corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$2,077.7 millones, mayor en US\$308.7 millones (17.5%) al registrado el año anterior, equivalente a 5.3% del PIB (5.2% en 2007). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$2,383.7 millones, lo que generaría un incremento de US\$306.0 millones en los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala¹⁷.

El saldo de la Cuenta Corriente sería el resultado de los déficits de la balanza comercial de US\$8,019.1 millones, de la balanza de servicios de US\$300.5 millones y de la renta de US\$920.5 millones; y, del superávit de las transferencias corrientes netas por US\$5,090.6 millones.

El saldo de la balanza comercial, en relación con diciembre de 2007, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$1,035.7 millones (14.8%) y un aumento en el valor FOB de las importaciones de US\$1,496.4 millones (12.0%).

En efecto, el valor FOB de las exportaciones sería de US\$8,019.1 millones, mayor en 14.8% al registrado en 2007. En este resultado sería determinante el aumento en las exportaciones del rubro de los Principales Productos por US\$253.8 millones, el cual crecería en 15.7%, así como del rubro de Otros Productos, el que aumentaría en 18.7% (US\$695.3 millones) respecto de 2007.

El dinamismo en 2008 del rubro de los Principales Productos, obedecería, principalmente, al comportamiento del valor de las exportaciones de

¹⁶ Análisis efectuado con base en la metodología del Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI.

¹⁷ El resultado de la balanza de pagos generaría un aumento de las RMIN de US\$300.0 millones, inferior en US\$6.0 millones al aumento de los Activos de Reserva del Banco de Guatemala. Ello es así, porque de conformidad con el MBP5, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado. En 2008, estas variaciones obedecerían a la desvalorización estimada en tenencias de Oro por US\$4.8 millones y en tenencia de DEG por US\$1.2 millones.



café, que a diciembre de 2008 se ubicaría en US\$685.0 millones, monto superior en US\$107.7 millones (18.6%) al registrado en diciembre de 2007, lo cual se explicaría tanto por un incremento en el volumen exportado, como por un alza en el precio medio de exportación, respecto de 2007. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentaría en 2.7%, al pasar de 5,013.2 miles en 2007 a 5,150.0 miles a diciembre de 2008. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal en 2008 sería de US\$133.00, superior en US\$17.84 al registrado el año anterior. De acuerdo con la Asociación Nacional del Café (ANACAFE) el referido comportamiento estaría asociado a las mejores cotizaciones del café guatemalteco en el mercado internacional, debido a la mejor calidad del grano. Según la Organización Internacional del Café (OIC), otro factor que influenciaría el alza de los precios internacionales del aromático es la expectativa en la reducción de los niveles de producción de Brasil y otros países productores.

Por su parte, se espera que el valor de las exportaciones de azúcar se sitúe en US\$323.5 millones, menor en US\$34.6 millones (9.7%) al registrado en 2007, situación que se explicaría, principalmente, por la disminución en el volumen exportado, que no sería compensado por el leve incremento en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado, en miles de quintales, disminuiría en 2,938.9 (10.4%), al pasar de 28,154.1 en 2007 a 25,215.2 en diciembre de 2008. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentaría de US\$12.72 en 2007 a US\$12.83 en 2008. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), la disminución en el volumen exportado del edulcorante estaría asociada a una reducción en la cosecha, derivado de factores climáticos adversos.

El valor de las exportaciones de banano a diciembre de 2008 sería de US\$321.1 millones, monto mayor en US\$22.3 millones (7.5%) al registrado el año anterior, lo cual se explicaría por el incremento de 4,531.1 miles de quintales (15.7%) en el volumen exportado. Por su parte, se espera que el precio medio de exportación por quintal disminuya, al pasar de US\$10.33 en 2007 a US\$9.60 en 2008.



El valor de las exportaciones de cardamomo a diciembre de 2008 se situaría en US\$168.8 millones, monto superior en US\$31.5 millones (22.9%) al registrado en 2007. Este resultado sería explicado por el incremento en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasaría de US\$225.97 en 2007 a US\$375.00 en 2008. Por su parte, el volumen exportado disminuiría en 157.6 miles de quintales (25.9%). Según el periódico nacional de la India "The Hindu", el alza en el precio internacional del aromático se explicaría por la disminución del volumen de producción por parte de Guatemala (principal productor), así como de India (segundo productor), asociado a fuertes lluvias que afectaron a ambos países.

El valor de las exportaciones de petróleo a diciembre de 2008 sería de US\$376.0 millones, monto superior en US\$126.9 millones (50.9%) al registrado el año anterior. Este incremento estaría sustentado por el alza en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$47.21 en 2007 a US\$80.00 en 2008. Mientras que el volumen de exportación disminuiría en 576.6 miles de barriles (10.9%) al pasar de 5,276.6 en 2007 a 4,700.0 en 2008.

Cabe indicar que el margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (el cual se situó en alrededor de US\$109.63 a octubre de 2008) obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.

El valor de las exportaciones de Otros Productos sería de US\$4,413.9 millones, monto superior en US\$695.3 millones (18.7%) al registrado en 2007. Este resultado obedecería al aumento previsto en las exportaciones a Centroamérica (21.7%) y en las exportaciones al Resto del Mundo (15.5%). Dicho comportamiento se atribuiría a la mayor demanda de los países centroamericanos y a la vigencia del tratado de libre comercio con los Estados Unidos de América.

Por otra parte, las exportaciones de Bienes para Transformación registrarían un crecimiento de US\$71.5 millones (4.6%), mientras que el alza en



las exportaciones de bienes adquiridos en puerto sería de US\$15.1 millones (20.0%).

El valor FOB de las importaciones¹⁸ a diciembre de 2008 sería de US\$13,966.4 millones, monto mayor en US\$1,496.4 millones (12.0%) al registrado el año anterior.

En lo que respecta al crecimiento de las importaciones de mercancías generales destacaría el aumento en los rubros de combustibles y lubricantes (28.7%); materiales de construcción (21.0%); materias primas y productos intermedios (17.1%); bienes de consumo (4.4%); y, maquinaria, equipo y herramienta (1.0%). Por otra parte, las importaciones de Bienes para Transformación estarían registrando un crecimiento de US\$25.8 millones (2.6%), mientras que las importaciones de bienes adquiridos en puerto crecerían en US\$0.1 millones (12.0%).

El incremento de las importaciones se asociaría al crecimiento de la actividad económica nacional y al alza en los precios internacionales de algunas materias primas, así como de combustibles y otros productos derivados del petróleo, en la mayor parte del año.

Por otro lado, la Balanza de Servicios en 2008 registraría un saldo deficitario de US\$300.5 millones, monto superior en US\$7.1 millones (2.4%) al registrado el año anterior. Dicho resultado sería el resultado de los superávits de US\$520.6 millones en el rubro de viajes, de US\$265.1 millones en los servicios de comunicación y de US\$92.7 millones en los servicios de gobierno; y, por los déficits de US\$957.0 millones en los servicios de transporte, de US\$200.8 millones en los servicios de seguros y de US\$21.0 millones en otros servicios.

Por su parte, la Renta registraría un saldo deficitario de US\$920.5 millones, monto superior en US\$77.6 millones (9.2%). Dicho resultado obedecería principalmente al saldo deficitario de la renta de inversión directa.

¹⁸ En el marco metodológico del Quinto Manual de Balanza de Pagos, el valor de las importaciones se consigna como FOB. El valor FOB de los bienes importados es el precio pagado hasta la frontera aduanera de la economía exportadora, es decir, no incluye los gastos efectuados por concepto de seguros y flete, ya que los mismos se incluyen en la Balanza de Servicios.



Con relación a las Transferencias Corrientes Netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$5,090.6 millones, lo que se derivaría, particularmente, del ingreso neto de remesas familiares.

ii) Cuenta de Capital y Financiera

La Cuenta de Capital y Financiera de la balanza de pagos registraría a diciembre de 2008 un saldo superavitario de US\$2,383.7 millones, monto superior en US\$398.4 millones (20.1%) al registrado el año anterior.

El saldo de la Cuenta de Capital y Financiera sería resultado del saldo superavitario de la Cuenta Financiera. En efecto, la cuenta financiera registraría a diciembre de 2008 un saldo superavitario de US\$1,886.9 millones, monto mayor en US\$276.0 millones (17.1%) al registrado el año anterior, mientras la cuenta de capital no registró ningún saldo al igual que el año anterior.

Al desagregar la Cuenta Financiera, el rubro de Inversión Directa se situaría en US\$802.8 millones, mayor en US\$83.6 millones a la registrada en 2007, como resultado de la mayor inversión extranjera directa realizada en el país, la cual alcanzaría un monto de US\$837.8 millones, superior en US\$94.1 millones (12.7%) al observado en 2007; el cual se asociaría, principalmente, al mejoramiento del clima de negocios y a la vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América.

Asimismo, el rubro de Inversión de Cartera registraría un superávit de US\$51.8 millones, contrario al déficit de US\$184.8 millones registrado en 2007. El resultado para diciembre de 2008 se explicaría, principalmente, por la disminución en las amortizaciones de bonos del gobierno expresados en dólares de los Estados Unidos de América con no residentes.

En lo que respecta al rubro de Otra Inversión, éste se situó en US\$1,032.3 millones, monto inferior en US\$44.2 millones (4.1%) al registrado en 2007.

Derivado de las operaciones en la Cuenta Corriente y en la Cuenta de Capital y Financiera de la balanza de pagos, se estima, como se indicó, un aumento en los activos de reserva por un monto de US\$306.0 millones



(equivalente a US\$300.0 millones de aumento en las reservas monetarias internacionales).

GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2007 - 2008
 -En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2007 ^{P/}	2008 ^{º/}	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-1,769.0	-2,077.7	-308.7	17.5
A- BALANZA COMERCIAL	-5,486.6	-5,947.4	-460.8	8.4
Exportaciones FOB	6,983.4	8,019.1	1,035.7	14.8
Mercancías Generales	5,339.2	6,288.3	949.1	17.8
Principales Productos	1,620.6	1,874.4	253.8	15.7
Otros Productos	3,718.6	4,413.9	695.3	18.7
Bienes para Transformación	1,568.6	1,640.1	71.5	4.6
Bienes Adquiridos en Puerto	75.6	90.7	15.1	20.0
Importaciones FOB	12,470.0	13,966.4	1,496.4	12.0
Mercancías Generales	11,474.4	12,944.9	1,470.5	12.8
Bienes para Transformación	994.5	1,020.3	25.8	2.6
Bienes Adquiridos en Puerto	1.1	1.2	0.1	12.0
B- SERVICIOS	-293.4	-300.5	-7.1	2.4
Créditos	1,730.7	1,928.8	198.1	11.4
Débitos	2,024.1	2,229.3	205.2	10.1
C- RENTA	-842.9	-920.5	-77.6	9.2
Créditos	556.8	577.7	20.9	3.8
Débitos	1,399.7	1,498.2	98.5	7.0
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	4,853.9	5,090.6	236.7	4.9
Remesas Familiares (Netas)	4,200.0	4,389.0	189.0	4.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,985.3	2,383.7	398.4	20.1
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	1,610.9	1,886.9	276.0	17.1
1- Inversión Directa	719.2	802.8	83.6	11.6
En el exterior	-24.5	-35.0	-10.5	42.9
En Guatemala	743.7	837.8	94.1	12.7
2- Inversión de Cartera	-184.8	51.8	236.6	-128.0
3- Otra Inversión	1,076.5	1,032.3	-44.2	-4.1
Préstamos del Sector Público	386.6	200.9	-185.7	-48.0
C- ERRORES Y OMISIONES	374.4	496.8	122.4	32.7
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	216.3	306.0	89.7	41.5
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)*/	-216.3	-306.0	-89.7	41.5
CUENTA CORRIENTE / PIB	-5.2	-5.3		

^{P/} Cifras preliminares ^{º/} Cifras estimadas

*/ De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado. En 2008, estas variaciones obedecerían a la desvalorización estimada en tenencias de Oro por US\$4.8 millones y en tenencia de DEG por US\$1.2 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento en RMIN sería de US\$300.0 millones.



b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 30 de noviembre de 2008, las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RMIN) se ubicaron en US\$4,709.0 millones, lo que significa un aumento de US\$388.7 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2007. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$579.6 millones, egresos de divisas por US\$682.7 millones y otros ingresos netos por US\$491.8 millones.

Los ingresos se originaron principalmente por compra de divisas por parte del Banco de Guatemala a bancos del sistema por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (Sinedi) por US\$237.4 millones y desembolsos de deuda pública externa recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$342.2 millones. Dentro de dichos desembolsos sobresalen, el préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$99.7 millones otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el préstamo para el Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En lo que respecta a los egresos, se realizaron operaciones de venta de divisas por parte del Banco de Guatemala a bancos del sistema por medio del Sinedi por US\$46.5 millones, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada por US\$371.4 millones y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$264.8 millones.

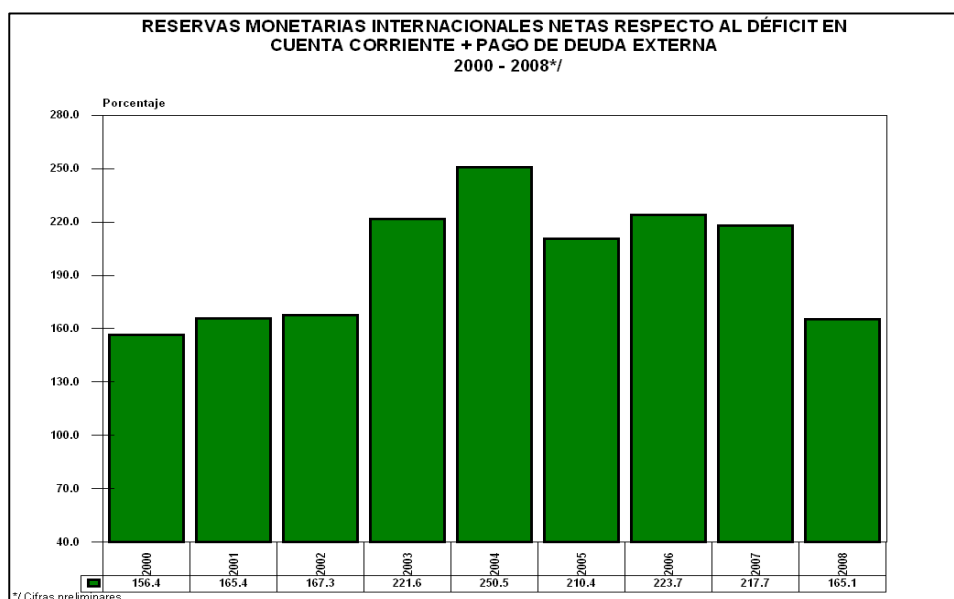
En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan el rendimiento neto de las reservas monetarias internacionales por US\$238.8 millones, los ingresos por regalías provenientes de la explotación de petróleo por US\$167.2 millones, el aumento en el saldo de la cuenta de encaje bancario en moneda extranjera por US\$8.5 millones y otros conceptos por US\$77.3 millones¹⁹.

El citado nivel de RMIN permitiría cubrir 3.4 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de

¹⁹ Incluye variación del precio internacional del oro; transferencias a particulares; Intereses DEG; otros.

sensibilidad), se podrían financiar hasta 2.8 meses de importaciones de bienes. Asimismo, dicho nivel equivaldría a 9.2 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año y podría cubrir hasta 1.7 veces las referidas obligaciones.

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



c) Tipo de cambio nominal

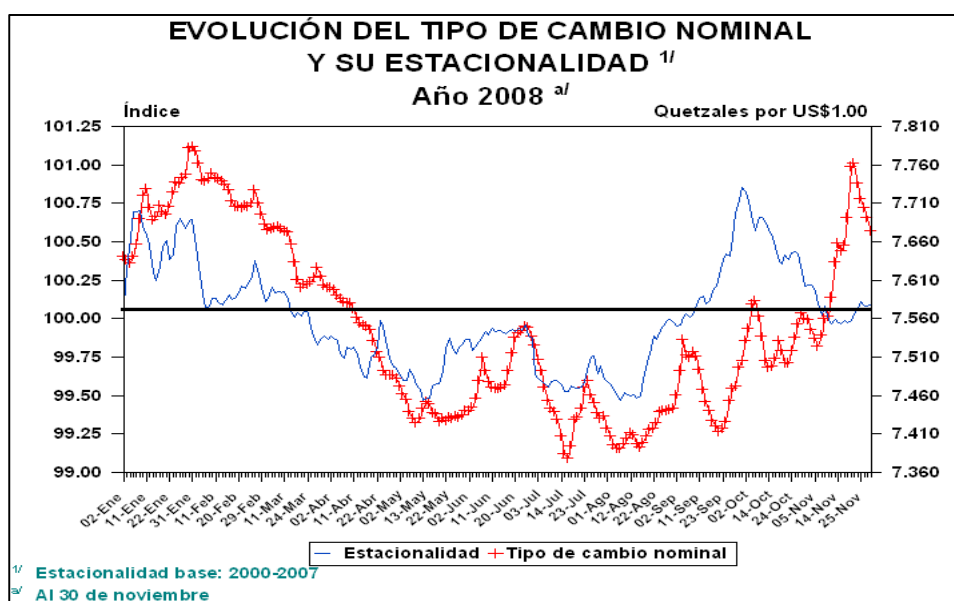
i) Comportamiento reciente

El tipo de cambio nominal, promedio ponderado entre compra y venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una depreciación de Q0.042 (0.55%), al pasar de Q7.631 por US\$1.00 el 28 de diciembre de 2007 a Q7.673 por US\$1.00 el 30 de noviembre de 2008.

En 2008, el comportamiento del tipo de cambio nominal, ha sido congruente con su estacionalidad. No obstante, en el año se observaron algunos episodios de volatilidad en el tipo de cambio nominal, lo que propició la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la regla establecida para el efecto (compras por US\$237.4 millones y ventas por US\$46.5

millones). Vale destacar el comportamiento registrado por el tipo de cambio nominal entre la segunda semana de octubre y la tercera semana de noviembre, período en el que el tipo de cambio nominal se depreció alrededor de 3.0%, situación que se explica, fundamentalmente, por expectativas de depreciación de los agentes económicos dada la incertidumbre sobre la reducción de flujos derivados de la líneas de crédito del exterior, de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, así como de menor oferta de divisas en el mercado debido a la desaceleración registrada en el período mencionado en los ingresos de divisas por remesas familiares, por exportaciones y por turismo.

En la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento del tipo de cambio nominal, así como su estacionalidad.



ii) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario²⁰

En Guatemala el esquema cambiario es flexible por lo que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario. No obstante, en ese esquema, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario mediante una regla de participación

²⁰ Desde 2005 el Banco de Guatemala utiliza una regla para su participación en el mercado cambiario, la cual se ha venido ajustando a efecto de hacerla más flexible.



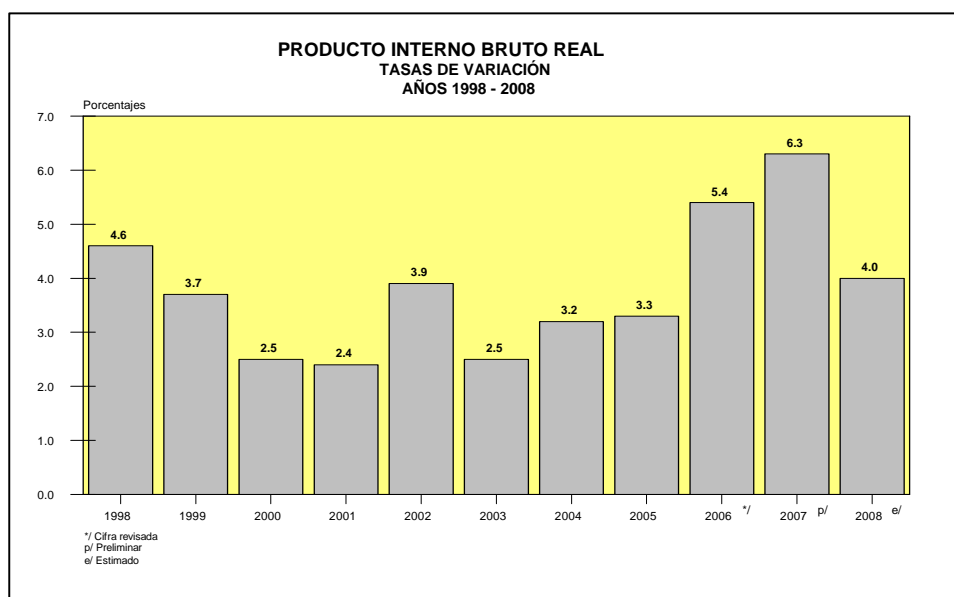
que se basa en criterios objetivos y transparentes, los cuales son conocidos plenamente por el mercado y tiene la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. La referida regla de participación fue aprobada por la Junta Monetaria en resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007 y modificada en resolución JM-60-2008 del 11 de junio de 2008.

Vale puntualizar que la Junta Monetaria, anticipó a finales de 2007 un cambio en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario para dotarla de mayor flexibilidad. En efecto, luego de observar un período de apreciación que provocaba múltiples participaciones del Banco Central en el mercado cambiario en momentos en los cuales se buscaba restringir las condiciones monetarias, dispuso que a partir del 12 de junio de 2008 se modificara la regla cambiaria, dotándola de mayor flexibilidad, pero manteniendo el principio de que se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En ese contexto, la nueva regla cambiaria es más sencilla y comprensible que la anterior, dado que elimina los umbrales, la hace simétrica para la compra y la venta de divisas y permite absorber de mejor manera los choques externos.

2. La actividad económica para 2008

Desde 2004, la actividad económica nacional había venido manifestando un crecimiento sostenido, hasta alcanzar un 6.3% en 2007. Sin embargo, debido a la desaceleración económica que se ha observado en la mayoría de los países por la crisis financiera global y que ha incidido en el deterioro de las expectativas de los agentes económicos, para Guatemala se espera que la tasa de crecimiento económico se reduzca en 2008, año para el cual se estima que el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, crezca 4.0%. No obstante, cabe indicar que dicha tasa sigue siendo superior a la tasa promedio registrada en la última década (3.8%); y mayor, por quinto año consecutivo, a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)²¹, como se ilustra en la gráfica siguiente.

²¹ Proyección realizada por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

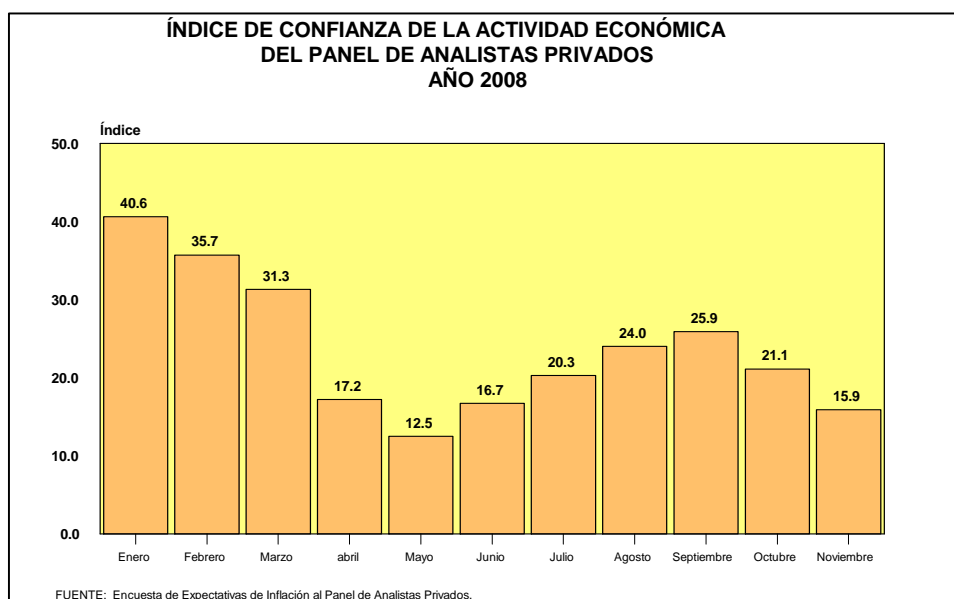


La desaceleración económica se analiza tanto desde el punto de vista externo como interno. En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica nacional se fundamenta, por un lado, en un entorno menos favorable, derivado de la desaceleración económica mundial, en particular, en la economía de los Estados Unidos de América y en la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro) y, por el otro, en la presencia de choques de oferta, como resultado de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. En tal sentido, según el FMI, se espera que la economía mundial registre un menor dinamismo al pasar de 5.0% en 2007 a 3.7% en 2008 y las economías de América Latina y el Caribe se desaceleren de 5.6% en 2007 a 4.5% en 2008.

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

En congruencia con la desaceleración de la actividad económica prevista para 2008, los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial²² llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2008, relevan que, en promedio, el 61.9% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para 2008, porcentaje inferior a la evaluación realizada en 2007 (82.9%).

Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados (EEI)²³ las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica plantearon un escenario pesimista con perspectivas de desaceleración, el cual se acentuó durante los primeros cinco meses del año, influenciado, principalmente, por el grado de incertidumbre atribuible a la expectativa de una desaceleración económica mundial, lo cual ha impactado en el clima de los negocios para las actividades productivas.

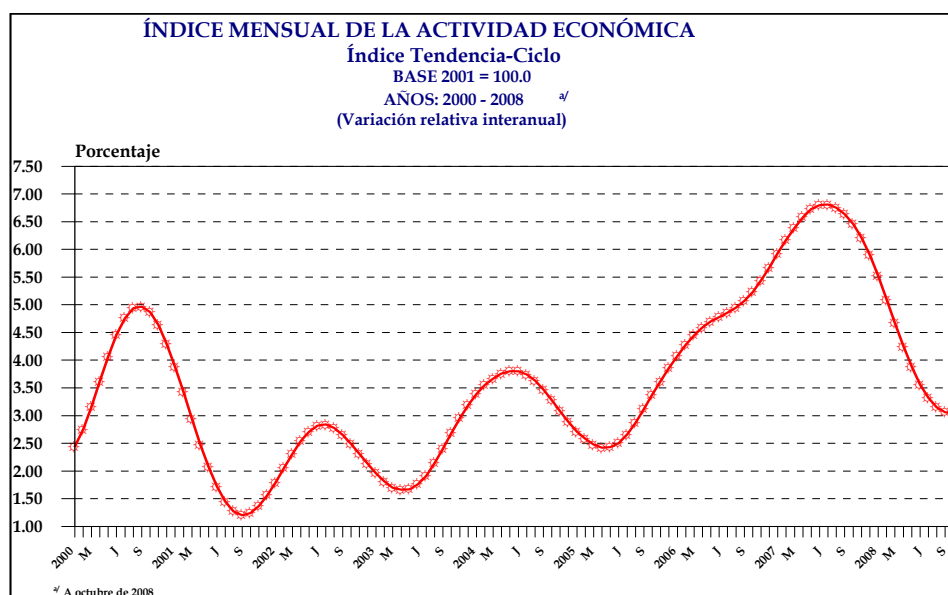


²² Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 335 establecimientos, de los cuales el 55.5% son grandes (más de 50 trabajadores), el 20.3% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 24.2% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

²³ Mide la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales son recogidas por medio de la EEI, la cual el Banco de Guatemala viene realizando mensualmente desde 2003.

a) Índice Mensual de la Actividad Económica

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), su tendencia-ciclo con cifras a octubre de 2008 (última información disponible), después de haber mostrado un comportamiento ascendente que empezó en mayo de 2005 y finalizó en julio de 2007, cuando su variación interanual alcanzó el punto máximo (6.81%), empezó a desacelerarse hasta ubicarse en octubre de 2008 en 3.04%. Este resultado es congruente con la desaceleración prevista en la actividad económica para el presente año.



b) Producto Interno Bruto medido por el origen de la producción²⁴

Para 2008, se prevé que el PIB crezca 4.0% (6.3% en 2007), como resultado de que la mayoría de actividades económicas estarían exhibiendo tasas de crecimiento menos dinámicas a las registradas el año previo.

Para las actividades *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.3% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.0%,

²⁴ En noviembre de 2008, se revisó nuevamente a la baja la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto para 2008, la cual se sustenta en los factores siguientes: a) la última información disponible acerca del crecimiento económico proyectado de los principales socios comerciales del país; b) la información actualizada de variables relevantes de los sectores real, monetario, fiscal y externo; c) la información proporcionada por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas; y, d) los resultados definitivos de la Sexta Encuesta Económica Continua (EECONT6) a más de 1,250 empresas productivas, con base en el nuevo marco metodológico del Sistema de Cuentas Nacionales SCN93.



menor al registrado en 2007 (5.9%). El menor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una desaceleración en la producción de los cultivos tradicionales (de 7.4% en 2007 a 3.4% en 2008), de los cultivos no tradicionales (de 5.9% en 2007 a 0.7% en 2008), así como de la ganadería, silvicultura, caza y pesca (de 4.9% en 2007 a 3.0% en 2008).

En el caso del café, según la Asociación Nacional del Café (ANACAFE), se esperaría un comportamiento menos dinámico respecto al del año previo, mostrando un incremento de 2.0% en el volumen de producción (3.4% el año previo), debido a una disminución en el rendimiento del área de cultivo asociado básicamente a factores climáticos y a la bianualidad del proceso de producción²⁵.

En lo que respecta a la producción de cardamomo, la Asociación de Cardamomeros de Guatemala (Cardegua) y la Federación de Cooperativas de las Verapaces R.L. (Fedecovera) prevén que el volumen de producción se reduciría en 10.0% (-6.0% en 2007). Este comportamiento se explica por el abandono y la reducción de las áreas de siembra de algunas plantaciones en la región de las verapaces en años previos, situación motivada por los bajos precios internacionales del aromático registrados en el período 2003-2005, lo que estaría repercutiendo en los bajos volúmenes de producción esperados.

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima un incremento en el volumen de producción de 9.0%, menor al crecimiento mostrado en 2007 (17.9%). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala (Bandegua) y de la Compañía Bananera Independiente de Guatemala (Cobigua), el menor dinamismo sería producto de la normalización de la producción de las áreas ampliadas en el año previo, así como de los daños a las plantaciones ocasionados por las condiciones climáticas que prevalecieron durante la época de invierno del presente año.

En la producción de caña de azúcar, se estima un crecimiento de 6.0% (11.6% en 2007). Según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), el crecimiento de la zafra 2007/2008 fue menos dinámico, debido,

²⁵ Ciclo del cultivo del café que indica que a una temporada de alta cosecha le suele seguir una de baja, como consecuencia del agotamiento de la planta.



principalmente, a efectos climáticos que incidieron en los cultivos de caña de azúcar, entre los que se cuentan, la saturación de los suelos de las áreas de producción en la costa sur del país a consecuencia de las fuertes lluvias registradas, las deficiencias en la luminosidad de las plantaciones, los vientos huracanados que azotaron la región a inicios de año y la presencia de una plaga de roedores que habría impactado algunas zonas cultivadas en la región sur.

En cuanto a la producción de tubérculos, raíces y hortalizas así como a la de frutas y nueces, se prevé un menor dinamismo al pasar de un crecimiento de 4.0% y 11.4% en 2007 a -0.2% y 2.3%, respectivamente, en 2008. Dicha desaceleración, según información proporcionada por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), obedece, principalmente, a los daños causados por las lluvias acaecidas en el presente año.

Respecto de la producción silvícola, se esperaría un crecimiento menos dinámico, al pasar de 8.3% en 2007 a 5.0% en 2008. Dicho comportamiento se explicaría, principalmente, por una reducción en la extracción esperada de hule.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento negativa de 0.8% (13.9% el año previo). Este resultado estaría influenciado, principalmente, por una mayor caída en la extracción de petróleo y gas natural, que explica un 34.1% del comportamiento del sector en su conjunto, al pasar de -5.0% en 2007 a -9.2% en 2008. Al respecto, según el Ministerio de Energía y Minas (MEM), dicha reducción estaría sustentada en la disminución de la producción de crudo de los principales pozos petroleros del país, debido al proceso de agotamiento de los mismos. Por su parte, se prevé una pérdida de dinamismo en la extracción de piedra, arena y arcilla (14.6% en 2007 y 1.2% en 2008) y en la extracción de minerales metálicos (52.7% en 2007 y 7.1% en 2008). Ambas actividades explican el 61.5% del sector. El citado comportamiento estaría asociado a la ralentización que se prevé en la demanda de piedra, arena y arcilla por parte del sector construcción, así como al menor dinamismo proyectado en la extracción de oro y plata, como resultado de la



normalización de la producción de la empresa Montana Exploradora de Guatemala.

En el caso de la *Industria manufacturera* (con una participación de 18.2% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 2.4%, porcentaje menos dinámico al registrado en 2007 (3.0%). Este resultado estaría influenciado por una menor demanda externa esperada de textiles y prendas de vestir por parte de los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos. Según la Comisión de Vestuarios y Textiles (Vestex) de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), dicho comportamiento estaría influenciado por la desaceleración prevista en la economía mundial, en particular la de los Estados Unidos de América, por el incremento en los costos de producción y por el aumento de la competencia internacional.

Respecto a la industria de alimentos, bebidas y tabaco, se prevé que registre una tasa de crecimiento de 3.1%, inferior a la registrada en 2007 (3.5%), como resultado, principalmente, de la disminución esperada en la producción de azúcar, la cual, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), tendría una variación interanual de -1.4% en comparación con la observada en el año previo, en el que se alcanzó una producción récord (13.6%).

Por otra parte, se estima una reducción en la demanda de productos industriales destinados a la construcción, principalmente, cemento, block, hierro y metales, como consecuencia de la disminución esperada en los niveles de inversión pública y privada en ese sector.

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.2% (6.3% en 2007), el cual, según el Administrador del Mercado Mayorista (AMM), se asocia, principalmente, a una disminución de la demanda de energía eléctrica, derivada del menor crecimiento esperado en las actividades de Comercio al por mayor y al por menor; y, de Industria manufacturera y, de Servicios privados.

Para la actividad *Construcción* (con una participación de 3.7% en el PIB), se esperaría una tasa de variación de -3.6% (8.8% en 2007). Cabe mencionar que este comportamiento estaría siendo influenciado por el menor



dinamismo en la construcción de edificaciones²⁶, que explica un 64.6% del comportamiento de dicha actividad. En efecto, para 2008, con base en la Encuesta Municipal de Permisos de Construcción llevada a cabo por el Banco de Guatemala, se espera un menor número de licencias autorizadas para la construcción de viviendas y edificios de apartamentos. Según la Cámara Guatemalteca de la Construcción (CGC), dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al incremento en los precios de los materiales de construcción.

El valor agregado de la actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.0% en el PIB), se estima que en 2008 registre una tasa de crecimiento de 3.3% (4.0% en 2007), explicada, principalmente, por el menor dinamismo previsto en las actividades Industrias manufactureras y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, así como por el menor dinamismo previsto en la demanda de importaciones de bienes.

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.6% en el PIB), se prevé un crecimiento de 18.2% (22.9% en 2007). Dicho comportamiento estaría asociado a la evolución esperada en las subactividades transporte y telecomunicaciones, que explican el 91.2% del comportamiento de dicha actividad. Respecto al transporte, éste podría registrar un crecimiento de 4.8% en 2008 (6.5% en 2007), asociado al incremento observado en los precios de los combustibles y lubricantes, lo cual ha provocado, entre otros efectos, la suspensión de rutas de vuelo por algunas compañías de transporte aéreo²⁷. En lo relativo a las telecomunicaciones, que representan el 75.1% de esta actividad, se esperaría un crecimiento de 27.0% en 2008 (35.0% en 2007), el cual estaría sustentado, según la Superintendencia de Telecomunicaciones de Guatemala (SIT), en la desaceleración del número de líneas telefónicas activadas.

En cuanto a la *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.3% del PIB), se prevé que en 2008 registre

²⁶ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.

²⁷ De acuerdo con la Dirección de Aeronáutica Civil, en junio de 2008, la compañía Interjet suspendió operaciones en Guatemala. Por otro lado, tanto la compañía United Airlines como US Airways suspendieron sus vuelos entre Guatemala y los Estados Unidos de América a partir del 2 de septiembre de 2008.



una tasa de crecimiento de 11.8% (9.9% en 2007), asociada, principalmente, al comportamiento esperado en el resultado neto (productos menos gastos) de los bancos del sistema. En efecto, el resultado neto de los bancos del sistema a octubre de 2008, registraba una tasa de variación de 27.7% (24.7% en el mismo período de 2007).

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 9.9% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.7% (3.9% en 2007), como consecuencia de una menor oferta de viviendas nuevas destinadas para alquiler.

En lo que concierne a la actividad económica *Servicios privados* (con una participación de 15.4% del PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 4.5% (6.5% en 2007), asociada al menor dinamismo esperado en la demanda intermedia de las actividades industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones. Dentro de esta actividad, destaca la desaceleración en la tasa de crecimiento de las subactividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (que representan un 35.4% de la actividad), al pasar de 9.4% en 2007 a 5.5% en 2008.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.4% del PIB), se estima registre una tasa de crecimiento de 5.4% (4.6% en 2007). Este resultado se explica, por un mayor dinamismo previsto en las remuneraciones del Gobierno Central, las cuales a octubre de 2008 presentaban un crecimiento de 11.4%, respecto a igual período del año anterior (8.7%), debido, entre otras causas, a la creación de nuevos puestos de trabajo en el Ministerio de Educación, según Acuerdo Gubernativo No. 147-2008, mediante el cual se normó la contratación como empleados de dicho ministerio a aquellos maestros que prestan sus servicios docentes dentro del Programa Nacional de Autogestión para el Desarrollo Educativo.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2007-2008**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{a/}

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2007 ^{p/}	2008 ^{e/}		
			2007	2008
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	25,244.1	25,754.9	5.9	2.0
2. Explotación de minas y canteras	1,296.4	1,286.2	13.9	-0.8
3. Industrias manufactureras	34,491.7	35,334.5	3.0	2.4
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,874.0	4,983.5	6.3	2.2
5. Construcción	7,548.3	7,275.7	8.8	-3.6
6. Comercio al por mayor y al por menor	22,538.3	23,291.4	4.0	3.3
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	17,381.0	20,550.3	22.9	18.2
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	7,432.2	8,311.0	9.9	11.8
9. Alquiler de vivienda	18,571.1	19,265.3	3.9	3.7
10. Servicios privados	28,623.2	29,924.9	6.5	4.5
11. Administración pública y defensa	11,813.7	12,446.9	4.6	5.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO	186,704.9	194,226.1	6.3	4.0

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

Finalmente, cabe indicar que debido a la situación del entorno macroeconómico mundial, caracterizada por una desaceleración en la actividad económica, principalmente, de los Estados Unidos de América y de los países que conforman la Zona del Euro, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala han realizado diversas revisiones a la tasa de crecimiento económico del país para 2008. A continuación se presenta un cuadro con el detalle de dichas revisiones.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL**

(Base 2001 = 100)

AÑO: 2008^{e/}

(tasas de variación)

CONCEPTO	Participación en el PIB	Evaluación noviembre 2007	Revisión abril 2008	Revisión septiembre 2008	Revisión diciembre 2008
PRODUCTO INTERNO BRUTO		5.3	4.8	4.3	4.0
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.3	2.6	2.6	2.3	2.0
2. Explotación de minas y canteras	0.7	3.3	4.0	0.3	-0.8
3. Industrias manufactureras	18.2	3.1	2.7	2.5	2.4
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	4.0	4.9	3.0	2.2
5. Construcción	3.7	5.0	3.3	-1.1	-3.6
6. Comercio al por mayor y al por menor	12.0	4.0	3.5	3.4	3.3
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.6	18.5	18.6	18.2	18.2
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.3	15.6	15.2	15.8	11.8
9. Alquiler de vivienda	9.9	3.8	3.8	3.8	3.7
10. Servicios privados	15.4	5.2	4.6	4.5	4.5
11. Administración pública y defensa	6.4	4.2	4.5	4.5	5.4

e/ Cifras estimadas

3. Finanzas públicas**a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central**

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a noviembre de 2008 registró un déficit fiscal de Q2,730.3 millones, equivalente a 0.9% del PIB (déficit de Q2,729.2 millones a noviembre de 2007, equivalente a 1.0% del PIB). Cabe indicar que a noviembre del presente año se registró un superávit primario²⁸ (0.4% del PIB), similar al registrado a la misma fecha de 2007, como resultado de que al excluir el pago de intereses de la deuda pública por Q3,808.5 millones del gasto total, se genera un superávit por Q1,078.2 millones (superávit de Q947.9 millones a noviembre de 2007) y un ahorro corriente de Q8,019.8 millones.

Los ingresos totales a noviembre de 2008 registraron un monto de Q32,583.5 millones, superior en Q2,068.4 millones (6.8%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 91.1% con relación al presupuesto de ingresos para 2008. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q30,827.0 millones, monto superior en Q1,847.7 millones (6.4%) al registrado a noviembre de 2007. Dicho aumento se explica por la mayor

²⁸ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública de la medida convencional del déficit fiscal.



recaudación de impuestos directos (Q1,002.6 millones) respecto a noviembre de 2007, principalmente, del Impuesto Sobre la Renta (ISR), cuya recaudación se situó en Q6,924.9 millones, superior en Q716.5 millones al percibido en igual período de 2007. Por su parte, el aumento en la recaudación de los impuestos indirectos (Q845.1 millones) se debió, principalmente, al incremento en el monto recaudado en concepto de Impuesto al Valor Agregado (IVA), el cual se situó en Q14,840.9 millones, monto superior en Q911.6 millones al percibido en igual período de 2007. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue superior en Q702.5 millones (7.9%) respecto a la registrada a noviembre de 2007.

En lo que se refiere a los gastos totales, a noviembre de 2008 éstos se situaron en Q35,313.8 millones, monto mayor en Q2,069.5 millones (6.2%) respecto al registrado en igual período de 2007.

Por su parte, los gastos de funcionamiento, a noviembre de 2008, se ubicaron en Q24,259.8 millones, monto superior en Q1,857.2 millones (8.3%) al del mismo período del año anterior, como resultado de mayores gastos de operación (Q2,422.8 millones) y del pago de intereses de la deuda pública (Q131.4 millones), y de la reducción en las transferencias corrientes (Q697.0 millones).

Por otra parte, a noviembre de 2008, los gastos de capital se situaron en Q11,054.0 millones, superiores en Q212.3 millones (2.0%) a los registrados a igual mes de 2007, como resultado de mayores gastos de inversión directa por Q213.6 millones.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q813.7 millones, como resultado de desembolsos por Q2,524.7 millones²⁹ y amortizaciones por Q1,711.0 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q1,025.7 millones, debido a

²⁹ Sobresalen los desembolsos recibidos del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) correspondientes al "Tercer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia" por US\$100.0 millones (equivalentes a Q742.5 millones), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) destinado al "Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública Fase II" por US\$100.0 millones (equivalentes a Q753.4 millones) y del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) designado al "Financiamiento para Apoyo Presupuestario al Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda" por US\$66.6 millones (equivalente a Q500.6 millones).



negociaciones de títulos públicos por Q3,163.0 millones, a vencimientos por Q1,744.0 millones y a la emisión de Bonos del Tesoro por Q393.3 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente al ejercicio contable 2006.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a noviembre de 2008, una disminución en la caja fiscal de Q890.9 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

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

CONCEPTO	2007	2008 ^{pl}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	30,515.1	32,583.5	2,068.4	6.8
A. Ingresos	30,239.5	32,294.9	2,055.4	6.8
1. Ingresos Corrientes	30,227.2	32,279.6	2,052.4	6.8
a. Tributarios	28,979.3	30,827.0	1,847.7	6.4
b. No Tributarios	1,247.9	1,452.6	204.7	16.4
2. Ingresos de Capital	12.3	15.3	3.0	24.4
B. Donaciones	275.6	288.6	13.0	4.7
II. Total de Gastos	33,244.3	35,313.8	2,069.5	6.2
A. Funcionamiento	22,402.6	24,259.8	1,857.2	8.3
B. Capital	10,841.7	11,054.0	212.3	2.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	-2,729.2	-2,730.3	-1.1	0.0
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	7,824.6	8,019.8	195.2	2.5
V. Financiamiento	2,729.2	2,730.3	1.1	0.0
A. Financiamiento Externo Neto	2,030.2	813.7	-1,216.5	-59.9
B. Financiamiento Interno Neto	3,447.0	1,025.7	-2,421.3	-70.2
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,748.0	890.9	3,638.9	-132.4

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{pl} Cifras preliminares.

b) Estimación de cierre para diciembre de 2008

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el cierre fiscal para 2008 contempla que el déficit fiscal alcanzaría un nivel de alrededor de 1.6% del PIB, superior al registrado en 2007 (1.4%), mientras que la carga tributaria se ubicaría en alrededor de 11.3%, inferior a la registrada en 2007 (12.1%).

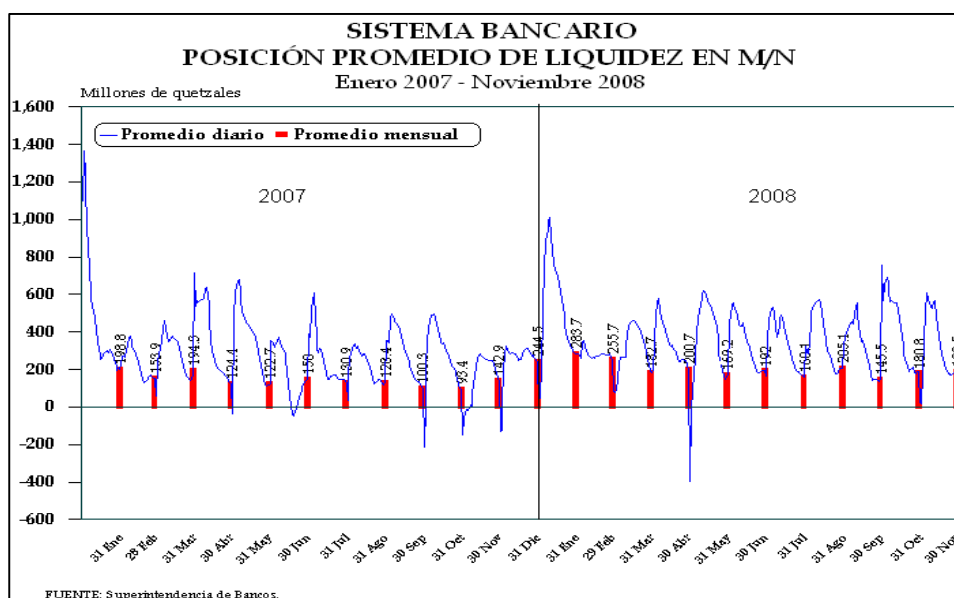
4. Sistema financiero

a) Entidades bancarias locales

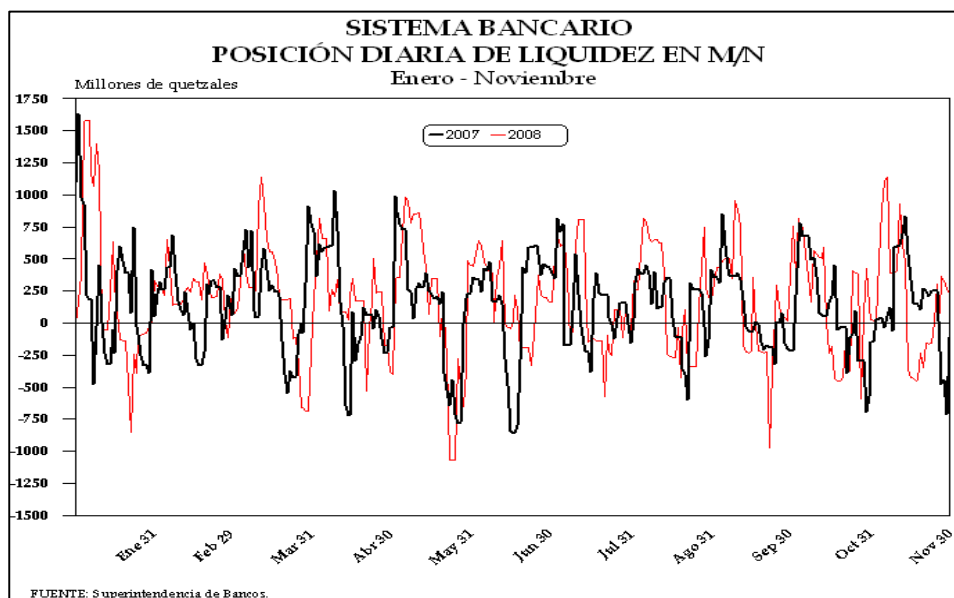
i) Liquidez bancaria

- En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, es un indicador del nivel de recursos financieros disponibles en el sistema bancario. En ese sentido, durante el período enero-noviembre de 2008, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos de liquidez que oscilaron entre Q145.5 millones y Q283.7 millones, como se ilustra en la gráfica siguiente.

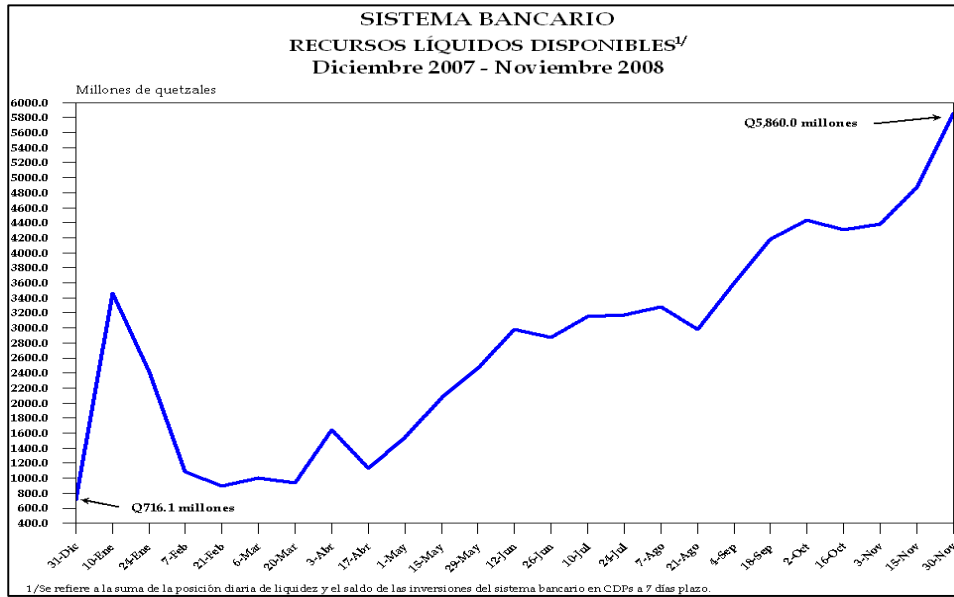


Por su parte, la liquidez diaria que los bancos del sistema registraron de enero a noviembre de 2008, muestra un comportamiento similar al observado en igual período de 2007. Sobre el particular, entre enero y noviembre del presente año, la liquidez diaria registró su punto máximo el 6 de enero, al situarse en Q1,581.7 millones y su nivel más bajo el 23 de mayo, al ubicarse en -Q1,070.2 millones. Al 30 de noviembre, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en Q233.4 millones.



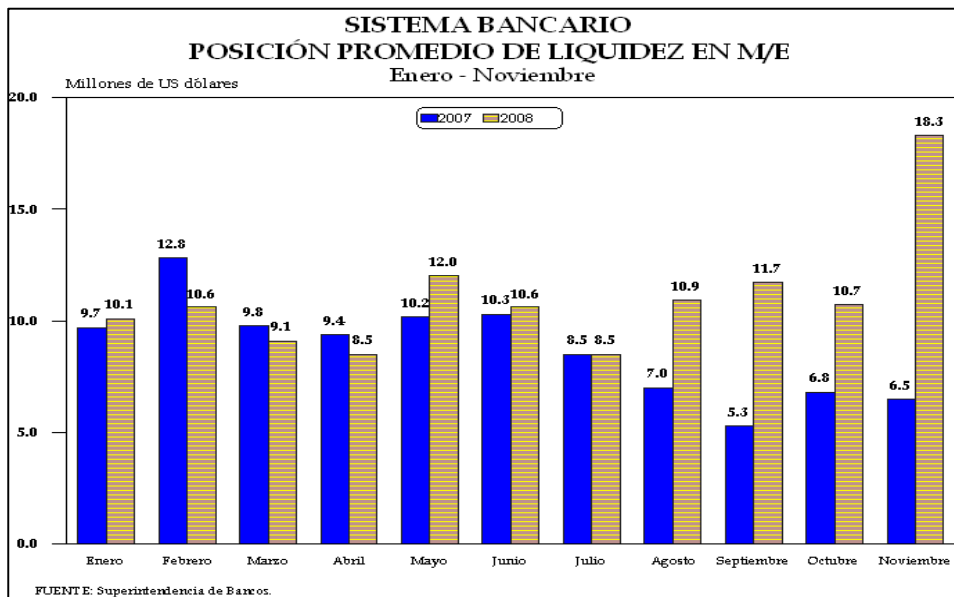
El comportamiento de la liquidez bancaria en el período enero-noviembre, se puede analizar en dos etapas. En la primera, de enero a mayo de 2008, el sistema bancario redujo su nivel de liquidez diaria en forma importante, lo cual se atribuye a la desaceleración de las captaciones en moneda nacional, así como a la mayor canalización de recursos destinados al crédito en moneda nacional; factores que fueron contrarrestados por la reducción en los niveles de inversiones en valores y el crecimiento de los recursos provenientes del financiamiento recibido del exterior. En una segunda etapa, de junio a noviembre, aunque con altibajos, la liquidez ha observado niveles más elevados, lo cual está asociado con el aumento en las captaciones en moneda nacional, contrarrestado por el incremento de los recursos canalizados al crédito en moneda nacional, así como por el mayor flujo de recursos destinados a las inversiones en valores, especialmente del Banco Central y del Gobierno Central.

Al 30 de noviembre de 2008, los bancos del sistema contaban con recursos líquidos disponibles (posición diaria de encaje + inversiones en DP en el Banco de Guatemala a 7 días) por alrededor de Q5,860.0 millones, los cuales constituyen una fuente potencial de liquidez para la economía. El comportamiento de dichos recursos se puede observar en la gráfica siguiente.



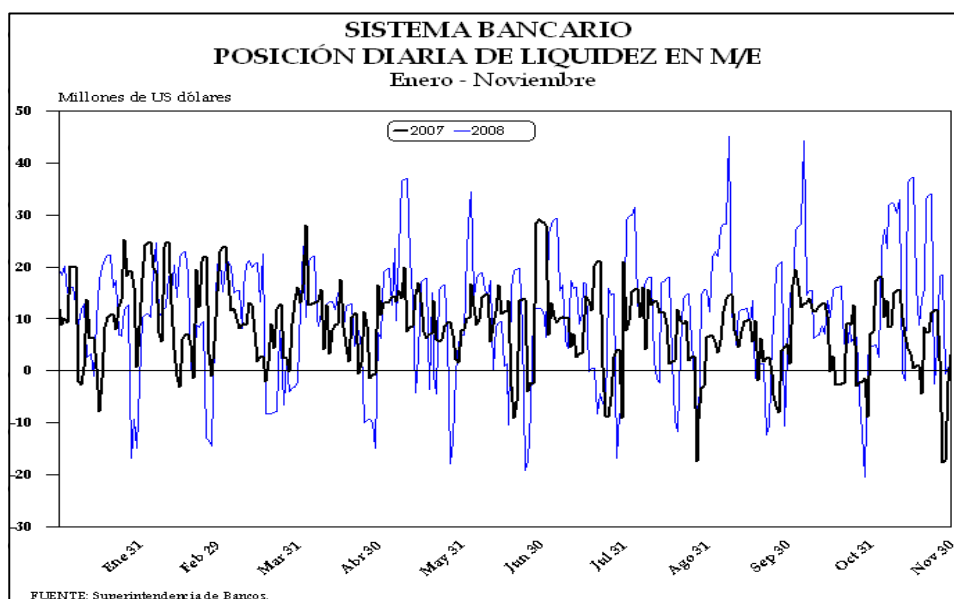
- **En moneda extranjera**

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2008, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable y similar al del año anterior hasta julio, para luego mostrar niveles más altos con relación al año previo, como se ilustra en la gráfica siguiente.





Por otra parte, durante el período enero-noviembre de 2008, la liquidez diaria del sistema bancario en moneda extranjera mostró un comportamiento similar al observado en el mismo período del año previo, registrando un nivel de -US\$20.5 millones el 29 de octubre y su punto máximo de US\$44.3 millones el 6 de octubre. Al 30 de noviembre, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en US\$0.3 millones.





RECUADRO 2

ESTABILIDAD Y LIQUIDEZ FINANCIERA

La ocurrencia de eventos recientes en los mercados de crédito y financieros internacionales ha subrayado el papel importante de la liquidez y la estabilidad del sistema financiero¹. Crockett² ha señalado la existencia de un fenómeno psicológico pro-cíclico el cual conduce a una interacción de reacciones sin medida y temores entre los participantes del mercado financiero que responden a prácticas de administración de riesgo que conducen a ciclos alternos de abundancia y escasez en el sector financiero. En etapas de crecimiento económico, el valor de los activos se incrementa, causando un incremento de los valores colaterales y éste genera un financiamiento adicional por parte de las instituciones financieras. Durante esa fase, el apalancamiento financiero tiende a incrementarse, las instituciones a tomar posiciones más expuestas al riesgo y el sistema en su conjunto, llega a ser más vulnerable ante cambios cíclicos; no obstante que el balance evidencie una situación solvente. En esa fase de crecimiento, la liquidez es barata y fácilmente disponible, la volatilidad es moderada y las instituciones compiten por las oportunidades que el mercado ofrece. En contraste, un cambio en el ciclo económico de origen interno o externo puede generar una caída de los activos financieros, una reducción del capital y la búsqueda de niveles sostenibles de liquidez financiera, como ha sido evidente en la reciente turbulencia de los mercados financieros internacionales, lo cual puede poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

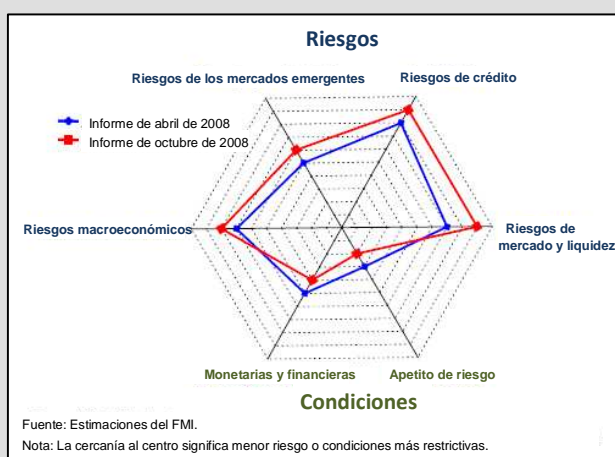
El Banco de Francia en su informe de estabilidad financiera³, con relación a la liquidez en tiempos de turbulencia financiera, destaca dos visiones esquemáticas del mundo, a saber: el mundo “viejo” y el “nuevo”. El primero, presenta un sistema en el que la intermediación era completamente bancaria, en tanto que, el segundo, el de las finanzas titularizadas, la intermediación financiera toma lugar principalmente en los mercados, por medio de la comercialización de valores. Las posiciones y titularizaciones de tales valores están diseñadas para comercializarse en los libros de los intermediarios financieros. En ese nuevo mundo, la complejidad de los instrumentos financieros y la incertidumbre producto de la volatilidad en el precio de los activos puede llevar a un colapso de la demanda de valores de corto plazo emitidos por un intermediario financiero y producir una crisis de liquidez financiera. Las instituciones sólidas pueden, repentinamente, convertirse en insolventes si tienen que liquidar activos a precios muy bajos con el fin de satisfacer sus requerimientos de liquidez. En ese ámbito, una parte significativa de la creación de la liquidez del mercado radica fuera del sistema bancario, surgen nuevos canales de contagio; los bancos dejan de ser simples proveedores y se vuelven usuarios de la liquidez; y, el sistema es más vulnerable ante la incertidumbre que impacta sobre la liquidez y fondeo del mercado.

Los cambios en los precios de los activos rápidamente se muestran en las hojas del balance y tienen un impacto inmediato en el valor neto de los componentes de las mismas. En tiempos de turbulencia, los movimientos de liquidez se trasladan inmediatamente a cambios en el valor de las acciones de los bancos e intermediarios financieros. Esa situación, aunque no existan corridas bancarias, puede transformar los problemas de liquidez en problemas de solvencia, si el valor de mercado actual de una institución cae en respuesta a un ajuste en la liquidez de mercado. La incertidumbre en el valor de los activos se transforma en incertidumbre sobre la solvencia de las instituciones financieras, lo que expande los problemas de liquidez y puede generar en el tiempo un problema sistémico.

Dado que la liquidez afecta a todos los participantes del mercado, su volatilidad puede actuar como un potente canal de contagio cuando sus fluctuaciones accionan movimientos significativos en el precio de los activos, seguido de una abrupta expansión o contracción en la base de capital de las instituciones financieras. Adrian y Shin señalan que el efecto de contagio se expande cuando las instituciones financieras administran activamente sus hojas de balance⁴. El apalancamiento tiende a ser pro-cíclico, incrementando la magnitud y amplitud de los problemas del sistema financiero. Además, en contraposición al modelo del efecto dominó, cuando ocurre el contagio lentamente a través de la depreciación de los activos, el mercado responde inmediatamente a los cambios de precio por los participantes en el mercado y acelera la transmisión entre los intermediarios financieros.

Los bancos centrales para garantizar un nivel adecuado de liquidez y la estabilidad del sistema financiero, participan activamente en el mercado de dinero para alcanzar sus objetivos de política monetaria y, cuando se producen desequilibrios, ponderan el impacto de sus intervenciones entre los riesgos de contagio y el riesgo moral. En la reciente turbulencia financiera, los bancos centrales han facilitado la liquidez financiera para garantizar la estabilidad del sistema y evitar que el contagio vía el mercado de dinero se expanda a otros mercados y ponga en riesgo la estabilidad del sistema.

Por su parte, el Fondo Monetario Internacional⁵ respecto de la actual turbulencia financiera, señala que la confianza en las instituciones y en los mercados financieros mundiales se ha visto gravemente reducida y que las amenazas contra la estabilidad sistémica se pusieron de manifiesto en septiembre de 2008 a raíz del casi colapso de varias instituciones clave. La combinación de la acumulación de pérdidas, la caída de los precios de los activos y una desaceleración más profunda de la economía ha generado graves dudas acerca de la estabilidad del sistema financiero global. El proceso de desapalancamiento en curso se ha acelerado, se ha tornado más desordenado y se ha caracterizado por un rápido descenso de los precios de las acciones de las instituciones financieras. En ese contexto, como se observa en el siguiente mapa de riesgos globales a octubre de 2008, aquellos relativos a las condiciones financieras han aumentado con relación a abril de 2008, en particular los relativos a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez.



¹ Relevante para las funciones de intermediación financiera, el sistema de pagos, la transformación de plazos y la administración del riesgo de tasa de interés. Asimismo, para la realización de transacciones de mercado en sus dimensiones de profundidad, cierre, velocidad y resistencia del mercado.

² Crockett, A. (2008). Market liquidity and financial stability.

³ Banque de France. Financial Stability Review. February 2008.

⁴ Adrian, T. y Shin, H. (2008) Liquidity and financial contagion.

⁵ Global Financial Stability Report. October 2008.

ii) Cartera crediticia total por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado al 31 de octubre de 2008, se situó en Q77,057.4 millones, monto superior en Q7,560.8 millones (10.9%) al registrado en igual mes del año anterior. A la referida fecha, la cartera crediticia por actividad económica se concentró en las ramas siguientes: consumo, transferencias y otros, 27.7%; comercio, 20.9%; construcción, 15.1%; establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, 12.2%; e, industria manufacturera, 11.3%.



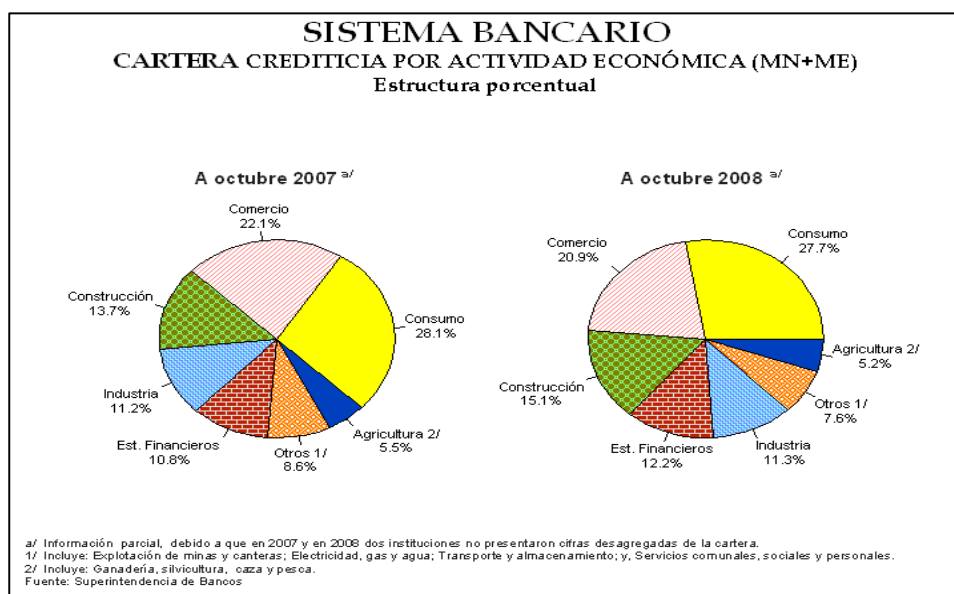
SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
AÑOS 2007 - 2008

- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	A Octubre 2007 (A)	A Octubre 2008 (B)	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
			2007	2008	ABSOLUTA	RELATIVA
SALDO DE LA CARTERA (I +II+III)	69,496.6	77,057.4			7,560.8	10.9
I. Sub-Total	63,461.2	71,630.8	100.0	100.0	8,169.6	12.9
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	3,511.2	3,685.8	5.5	5.2	174.6	5.0
Explotación de minas y canteras	111.6	165.2	0.2	0.2	53.6	48.0
Industria manufacturera	7,092.2	8,092.9	11.2	11.3	1,000.7	14.1
Electricidad, gas y agua	2,154.5	2,229.7	3.4	3.1	75.2	3.5
Construcción	8,723.7	10,827.8	13.7	15.1	2,104.1	24.1
Comercio	14,055.0	14,948.9	22.1	20.9	893.9	6.4
Transporte y almacenamiento	867.9	934.7	1.4	1.3	66.8	7.7
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	6,859.8	8,772.5	10.8	12.2	1,912.7	27.9
Servicios comunales, sociales y personales	2,265.2	2,129.6	3.6	3.0	-135.6	-6.0
Consumo, transferencias y otros	17,820.1	19,843.7	28.1	27.7	2,023.6	11.4
II. Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	2,982.8	3,112.0			129.2	4.3
III. Saldo de la Cartera Crediticia Total de las instituciones que fueron objeto de suspensión de operaciones por parte de la Junta Monetaria	3,052.6	2,314.6			-738.0	-24.2

FUENTE: Superintendencia de Bancos.

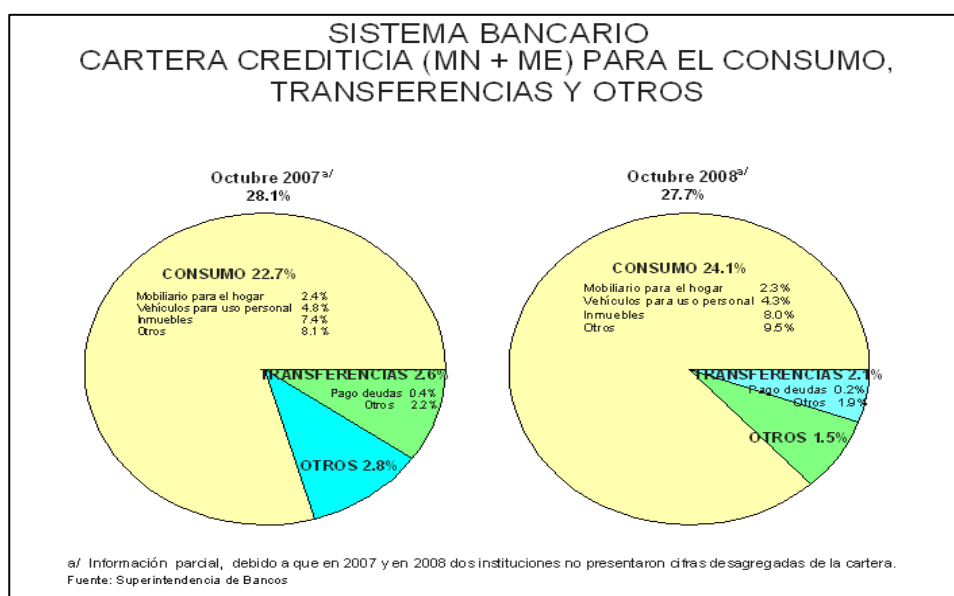
En la gráfica siguiente se ilustra la estructura de la cartera crediticia por actividad económica a octubre de 2007 y a octubre de 2008.



Dada la importancia en la cartera crediticia de los sectores *consumo; transferencias y otros; comercio; construcción; e, industria manufacturera*, a continuación se presenta un análisis del comportamiento de cada sector y sus principales componentes.

- **Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros**

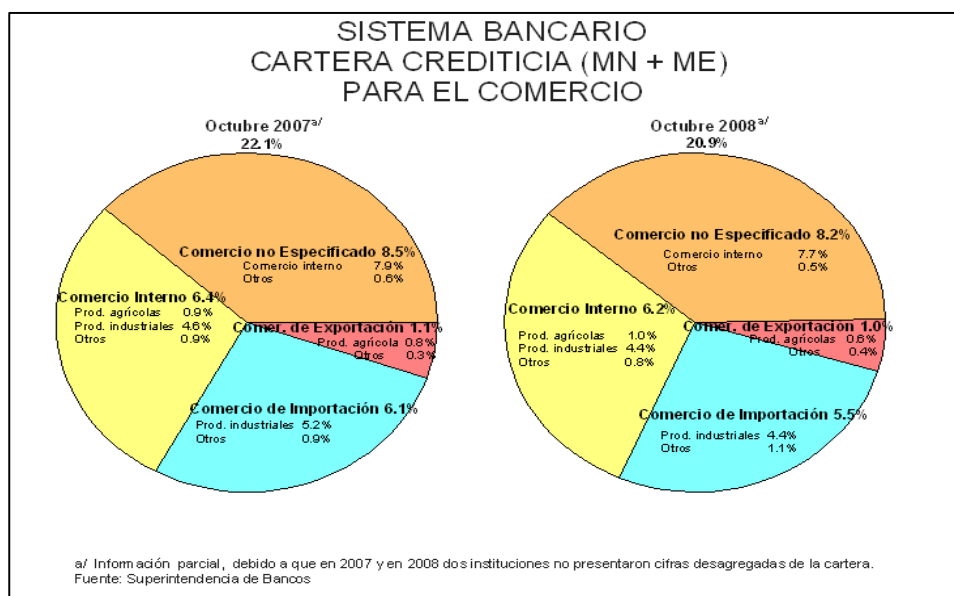
La cartera crediticia destinada a esta actividad, al 31 de octubre de 2008, representó 27.7% del financiamiento del sistema bancario (28.1% a octubre de 2007). Cabe indicar que del total de la cartera crediticia, el consumo representó 24.1%, las transferencias 2.1% y el rubro otros 1.5%.



En el crecimiento del crédito al consumo se observa que a octubre de 2008, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 8.0%; de vehículos para uso personal con 4.3%; y, de mobiliario para el hogar con 2.3%, estructura que es similar a la observada en octubre de 2007. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, sobresale la reducción del renglón de pago de deudas, al pasar de 0.4% en octubre de 2007 a 0.2% en octubre de 2008.

- **Crédito concedido para el comercio**

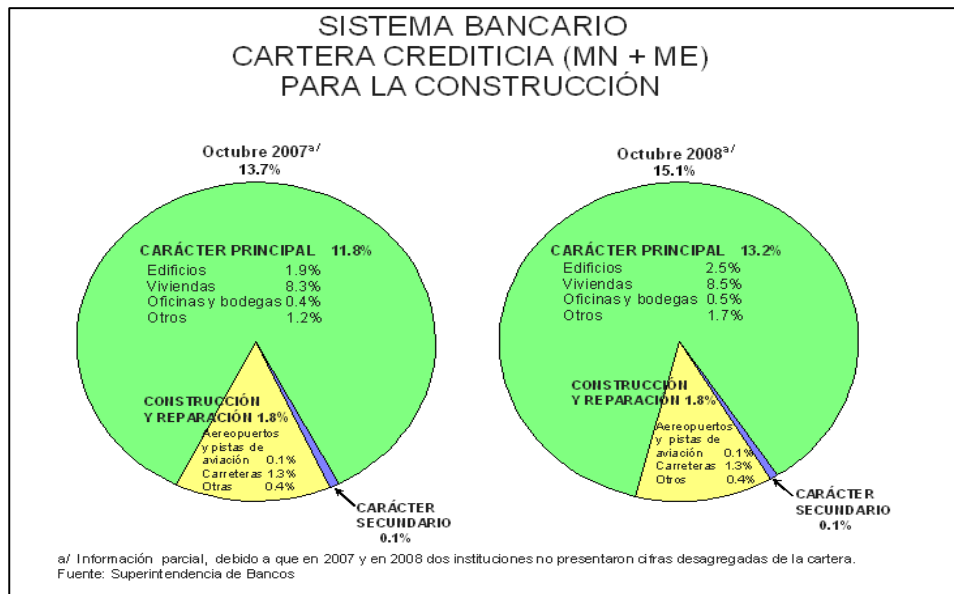
La cartera de créditos destinada al comercio, al 31 de octubre de 2008, representó 20.9% de la cartera total otorgada por el sistema bancario, porcentaje inferior en 1.2 puntos porcentuales al observado a octubre de 2007 (22.1%).



A octubre de 2008, en términos de su peso relativo respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio no especificado con 8.2% (incluye el comercio interno no especificado y otros); le siguen, en su orden, el financiamiento al comercio interno con 6.2% (incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el financiamiento al comercio de importación con 5.5% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el comercio de exportación con 1.0% (integrado por comercio de productos agrícolas y otros). Cabe agregar que todos los renglones consolidados son inferiores respecto a la estructura observada a octubre de 2007.

- **Crédito concedido para la construcción**

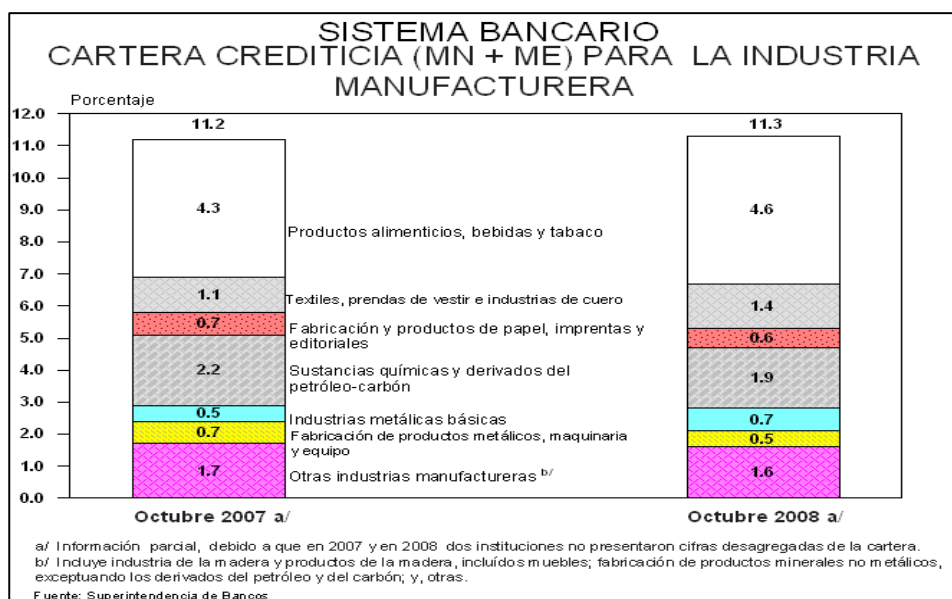
Al 31 de octubre de 2008, la cartera crediticia otorgada para la construcción representó 15.1% del total de la cartera del sistema bancario (13.7% a octubre de 2007).



A octubre de 2008, destaca el financiamiento de carácter principal con 13.2% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), porcentaje superior en 1.4 puntos porcentuales respecto al observado a octubre de 2007 (11.8%). En cuanto a la estructura de sus rubros, los mismos fueron más dinámicos que en 2007. En efecto, el crédito destinado a la construcción de edificios pasó de 1.9% a 2.5%; el destinado para la vivienda de 8.3% a 8.5%; el de oficinas y bodegas de 0.4% a 0.5%; y, el rubro de otros pasó de 1.2% a 1.7%.

• **Crédito concedido para la industria manufacturera**

Al 31 de octubre de 2008, el crédito para la industria manufacturera representó 11.3% del total de la cartera de créditos del sistema bancario (11.2% a octubre de 2007).



A octubre de 2008, sobresale el financiamiento otorgado a la industria de productos alimenticios, bebidas y tabaco con 4.6%; a las industrias de sustancias químicas y de derivados del petróleo-carbón con 1.9%; a las industrias textiles, de prendas de vestir y de cuero con 1.4%; y, a las otras industrias manufactureras con 1.6%. La referida estructura, es similar a la que se registró en octubre de 2007.

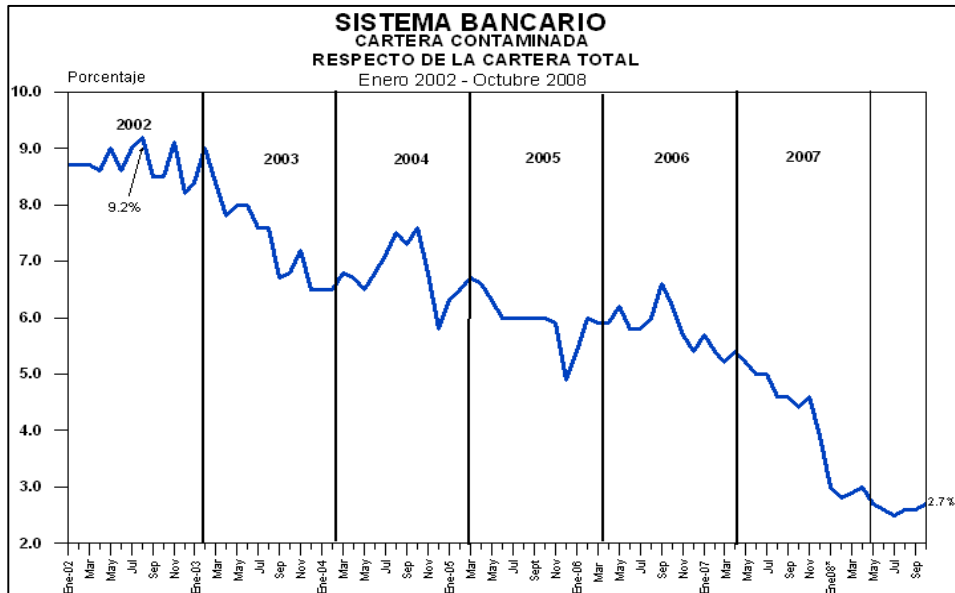
iii) Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia³⁰, ésta ha venido mostrando una importante mejoría, especialmente si se toma en cuenta que en agosto de 2002 dicho indicador se situó en 9.2%, porcentaje más alto observado durante el período de enero de 2002 a octubre de 2008.

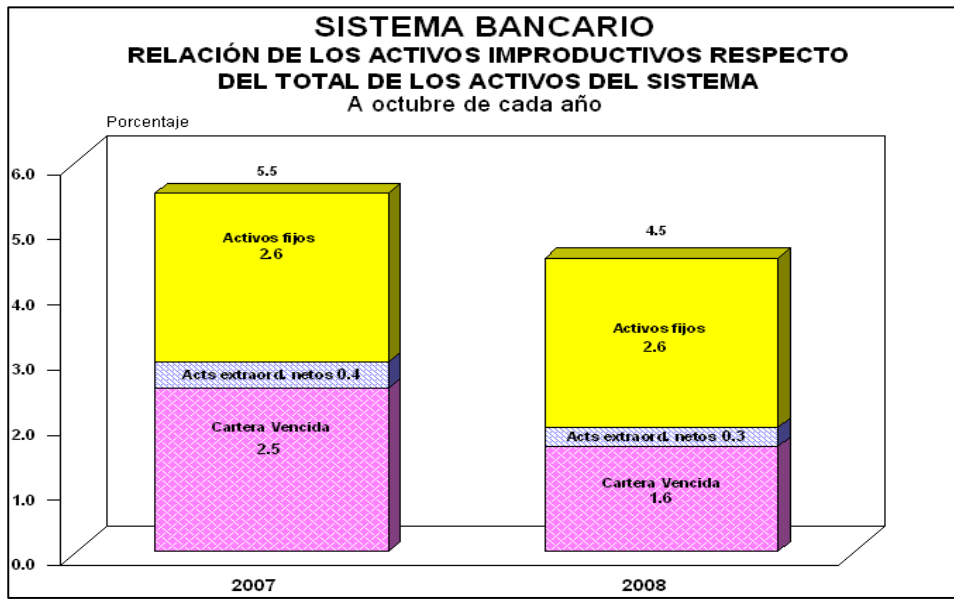
³⁰ Relación de la cartera vencida respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario.



De acuerdo con cifras al 31 de octubre de 2008, el monto de la cartera vencida se situó en Q2,017.6 millones (Q2,899.7 millones a octubre de 2007), equivalente a 2.7% de la cartera total de créditos (4.6% a octubre de 2007).



Por su parte, la relación entre los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera vencida, los activos extraordinarios y los activos fijos) respecto de los activos totales, refleja una mejoría, ya que continuó mostrando una tendencia hacia la baja, al situarse en 4.5% en octubre de 2008, porcentaje inferior al registrado en octubre de 2007 (5.5%), como se ilustra en la gráfica siguiente.





RECUADRO 3

La literatura económica¹ indica que la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario tiene varios determinantes que la explican, entre los que destacan la actividad económica, el tipo de cambio nominal y la tasa de interés activa. Al respecto, con base en el método econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) se estimaron las funciones logarítmicas de demanda de crédito del sector privado al sistema bancario total, en M/N y en M/E con información estadística disponible del período de enero de 2000 a octubre de 2008. Los resultados econométricos obtenidos confirman que el grado de dependencia de la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario total, en M/N y en M/E en el país, respecto de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal), es significativo si se examinan los valores de los coeficientes de determinación (R^2) de 97.78%, 97.64% y 97.33%, respectivamente. Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas a un nivel de confianza de 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado; es decir, un aumento en la actividad económica implica un incremento en la demanda de crédito; un incremento en la tasa de interés activa reduce la demanda de crédito; y, una apreciación del tipo de cambio nominal aumenta la demanda de crédito, como se ilustra en el cuadro siguiente.

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

VARIABLES EXPLICATIVAS	MODELO 1 Ln CSP _t TOTAL		MODELO 2 Ln CSP _t MONEDA NACIONAL		MODELO 3 Ln CSP _t MONEDA EXTRANJERA	
	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t
Constante $\bar{\theta}$	25.65	41.14	23.43	45.18	27.97	30.43
IMAE _t	0.30	20.81	0.23	17.97	0.60	25.49
Tasa de interés activa _t	-0.06	-38.88	-0.05	-25.27	-0.04	-3.29
Ln tipo de cambio _t	-7.14	-23.67	-6.16	-24.38	-9.30	-21.60
Residuo _{t-1} *	0.96	26.18	0.97	28.26	0.97	25.26
Período muestral	enero 2000 - octubre 2008		enero 2000 - octubre 2008		mayo 2001 - octubre 2008	
Coefficiente determinación R ²	0.977857		0.976452		0.973295	
Durbin-Watson	1.529525		1.520806		1.243276	

* Se corrigió la autocorrelación con base en el método de Cochrane-Orcutt.

Nota: De acuerdo con el número de observaciones, el valor crítico t es igual a 1.980 al nivel de significancia del 5%.

Donde: Ln CSP_t = Logaritmo natural del crédito bancario al sector privado en el período t.

IMAE_t = Ritmo de crecimiento del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t.

Tasa de Interés activa_t = Tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario en el período t.

Ln tipo de cambio_t = Logaritmo natural del tipo de cambio de referencia del último día de cada mes en el período t.

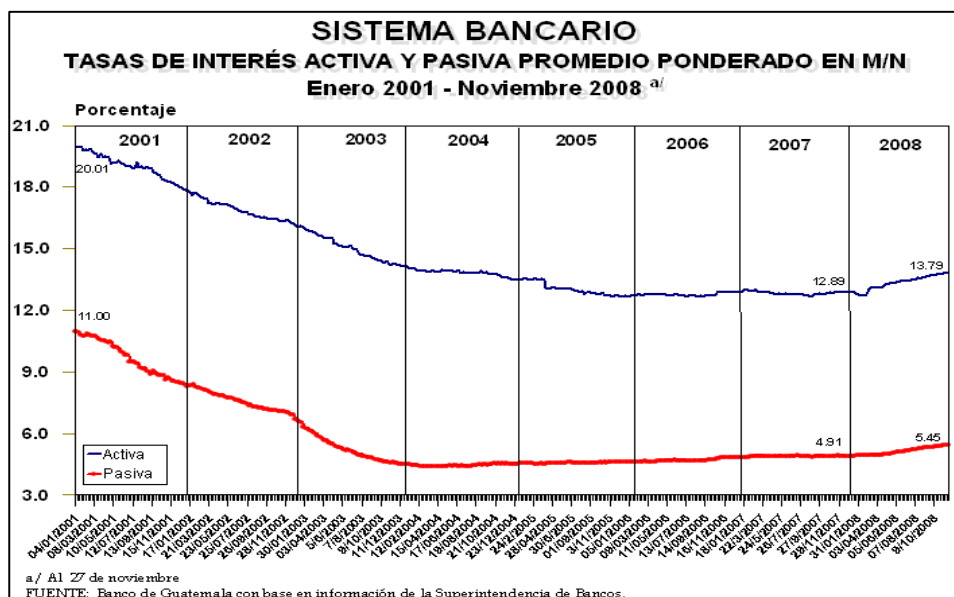
Los resultados sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, manteniéndose constantes las demás variables, la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario total, en M/N y en M/E, crece en 0.30%, 0.23% y 0.60%, respectivamente. Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de crédito total, en M/N y en M/E, en 0.06%, 0.05% y 0.04%, en su orden. Por último, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario total, en M/N y en M/E, en 7.14%, 6.16% y 9.30%, respectivamente.

¹ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADENAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review; y, Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.

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

- En moneda nacional

De enero a noviembre de 2008, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 27 de noviembre se situó en 13.79%, superior en 0.90 puntos porcentuales respecto a la observada a finales de diciembre de 2007 (12.89%)³¹; mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 5.45%, superior en 0.54 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2007 (4.91%)³².

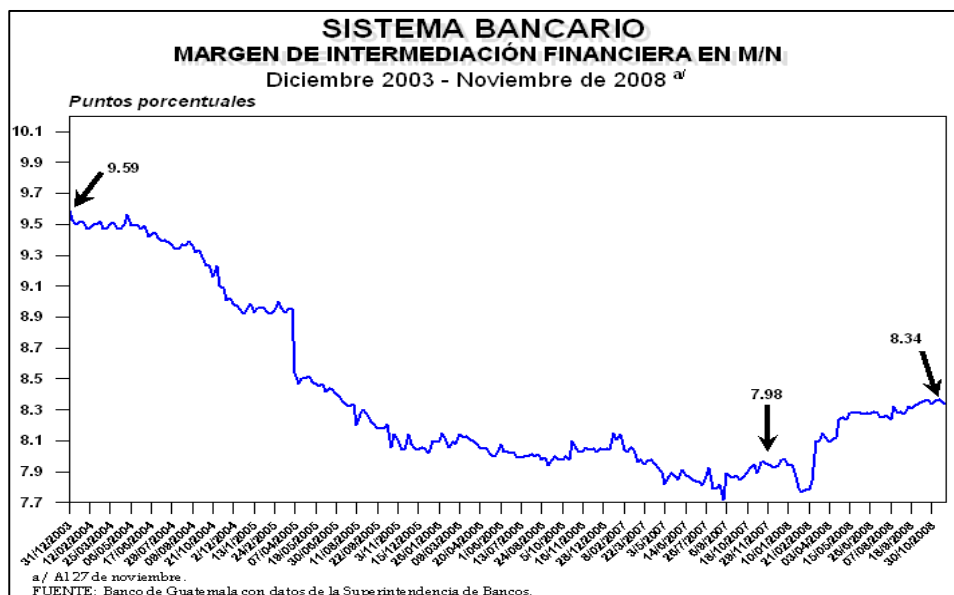


Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera se situó en 8.34 puntos porcentuales, superior en 0.36 puntos

³¹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 11.93%, mientras que al 27 de noviembre de 2008 fue de 12.36%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa se ubicó en 12.39%, en tanto que al 27 de noviembre de 2008 se situó en 13.92%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 21.28%, mientras que al 27 de noviembre se situó en 24.44%.

³² Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 4.59%, mientras que al 27 de noviembre de 2008 fue de 5.11%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 5.16%, en tanto que, al 27 de noviembre de 2008 se ubicó en 5.89%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se situó en 6.51%, mientras que al 27 de noviembre se ubicó en 6.83%.

porcentuales al observado a finales de diciembre de 2007 (7.98 puntos porcentuales).

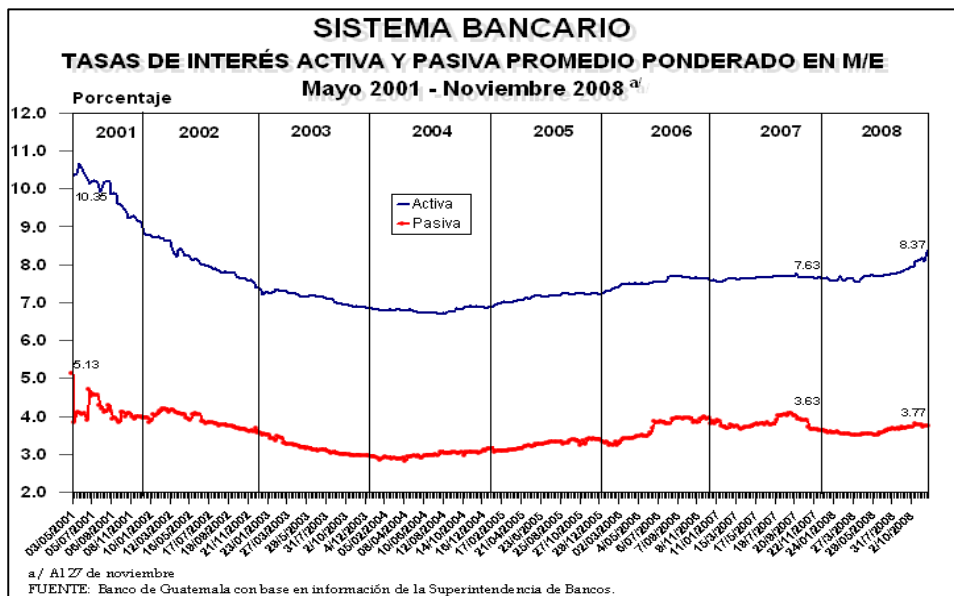


- **En moneda extranjera**

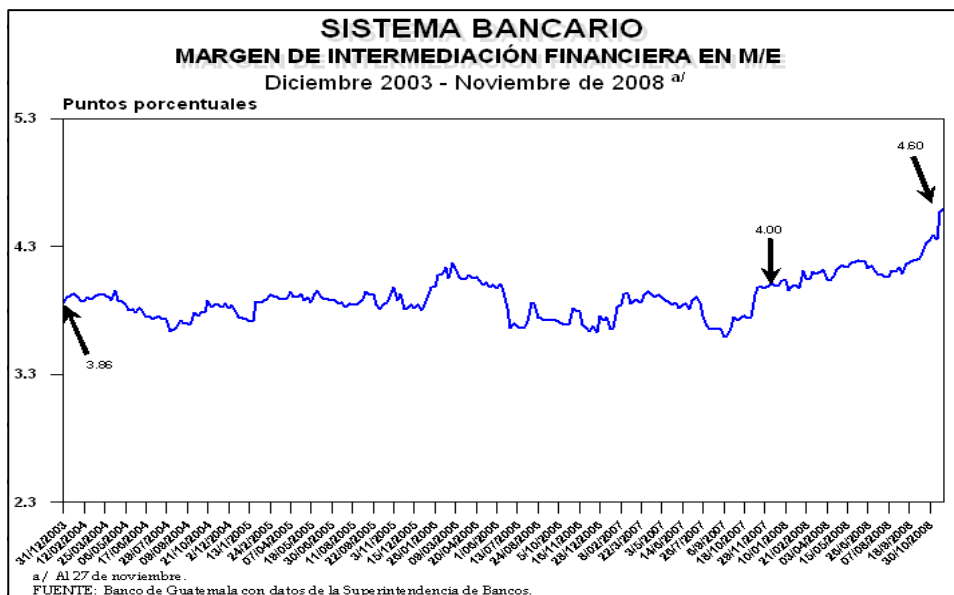
Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-noviembre de 2008 exhibieron un comportamiento estable y con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, el 27 de noviembre se situó en 8.37%, superior en 0.75 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2007 (7.63%)³³. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró un aumento, al pasar de 3.63% en diciembre de 2007 a 3.77% el 27 de noviembre de 2008³⁴.

³³ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa del grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 7.32%, mientras que al 27 de noviembre de 2008 fue de 7.85%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2007 se ubicó en 8.23%, en tanto que al 27 de noviembre de 2008 se situó en 9.56%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés activa fue de 8.83%, mientras que al 27 de noviembre se situó en 9.80%.

³⁴ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2007, registró un nivel de 3.48%, mientras que al 27 de noviembre de 2008 fue de 3.50%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2007, fue de 3.70%, en tanto que al 27 de noviembre de 2008 se ubicó en 3.90%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2007, la tasa de interés pasiva se ubicó en 4.68%, mientras que al 27 de noviembre se situó en 5.31%.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.60 puntos porcentuales, al pasar de 4.00 puntos porcentuales en diciembre de 2007 a 4.60 puntos porcentuales el 27 de noviembre de 2008.





v) Tasa de interés líder de la Política Monetaria

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

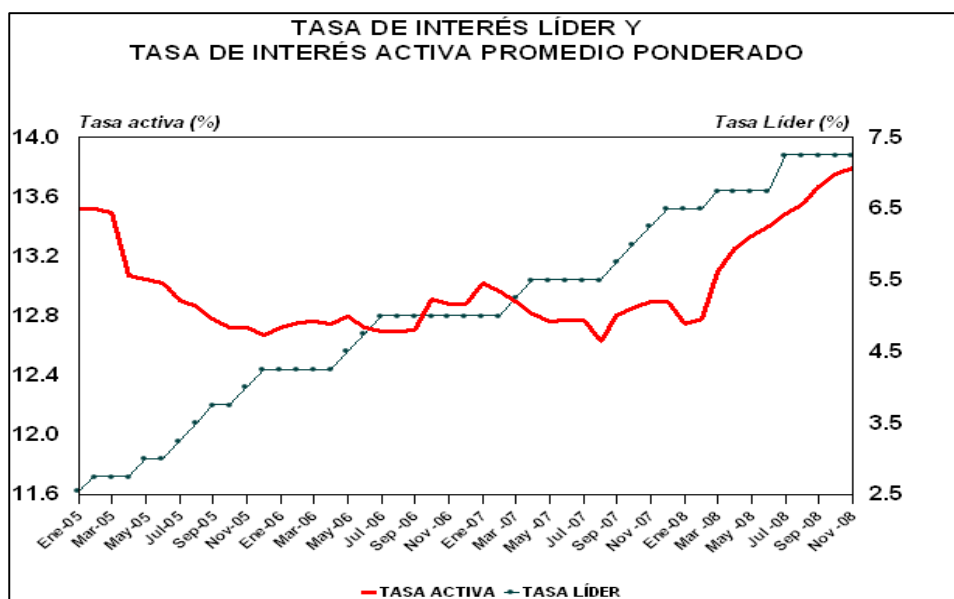
De acuerdo con la teoría monetaria, el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo se transmite gradualmente del sector financiero al sector real, hasta incidir en la inflación. En este sentido, el Banco Central busca influir en las tasas de interés de largo plazo mediante el manejo directo de una tasa de interés de corto plazo (la tasa de interés líder de la política monetaria)³⁵.

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

Como se observa en la gráfica siguiente, la tasa de interés líder de la política monetaria se ha incrementado gradualmente desde enero de 2005 hasta noviembre de 2008; sin embargo, los aumentos registrados en la misma no afectaban el comportamiento de las tasas de interés a plazos más largos. Esto obedecía, en parte, a que el nivel de la tasa de interés líder en enero de 2005 se encontraba en un nivel bajo (2.55%); por tanto, conforme su valor se fue incrementando gradualmente, su impacto en las tasas de interés bancarias empezó a observarse, aunque levemente. En el caso de la tasa de interés activa promedio ponderado, al 27 de noviembre de 2008 ésta se incrementó en alrededor de 90 puntos básicos con respecto del nivel registrado en diciembre de 2007. Sin embargo, se estima que las alzas en la tasa de interés líder incidieron ligeramente en el aumento que registró la tasa de interés activa promedio ponderado en 2008,

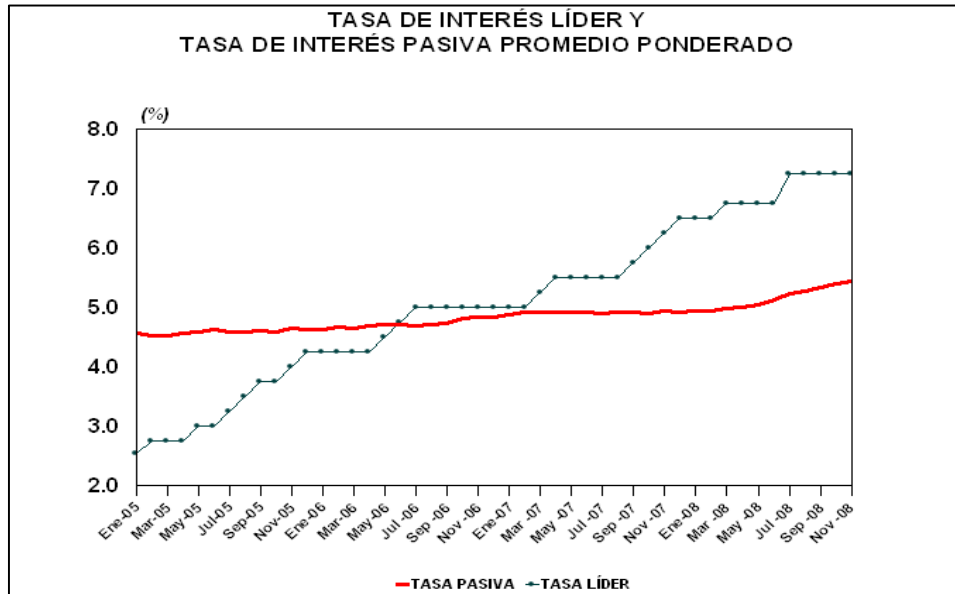
³⁵ La tasa de interés líder de la política monetaria en Guatemala es la que corresponde a las operaciones de estabilización monetaria a 7 días plazo.

dato que se considera que dentro de los determinantes de dicha tasa de interés no fue el alza en tasa de interés líder lo que privó. Se considera que el alza en la tasa de interés activa se asocia en mayor medida al hecho de que aumentó la preferencia de liquidez por parte de las instituciones bancarias, debido a la coyuntura financiera internacional, en la que se prevén menores flujos externos por concepto de utilización de líneas de crédito que fueron una fuente importante de la expansión del crédito bancario durante 2006 y 2007. Ante tal escenario y tomando en cuenta, por un lado, que la expansión del crédito al sector privado en los dos años previos aumentó la concentración de los activos del sistema bancario en crédito y, por el otro, que la coyuntura actual condiciona un análisis de crédito más riguroso por parte de las entidades bancarias, dado el posible aumento en la percepción de riesgo de dichas entidades respecto de los deudores, inducen un incremento en la tasa de interés activa promedio ponderado.



Por su parte, al analizar el comportamiento de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, como puede observarse en la gráfica siguiente, el mismo no ha estado significativamente correlacionado con el de la tasa líder de política monetaria. En efecto, desde julio de 2006 la tasa de interés líder superó a la tasa de interés pasiva promedio ponderado, situación que denota la necesidad

de mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria para que éste opere con mayor efectividad, en virtud de que la restricción de las condiciones monetarias se materializa cuando los niveles de tasas de interés pasivas son lo suficientemente atractivos para inducir un incremento en las captaciones bancarias y una reducción en los excedentes de liquidez.



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

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

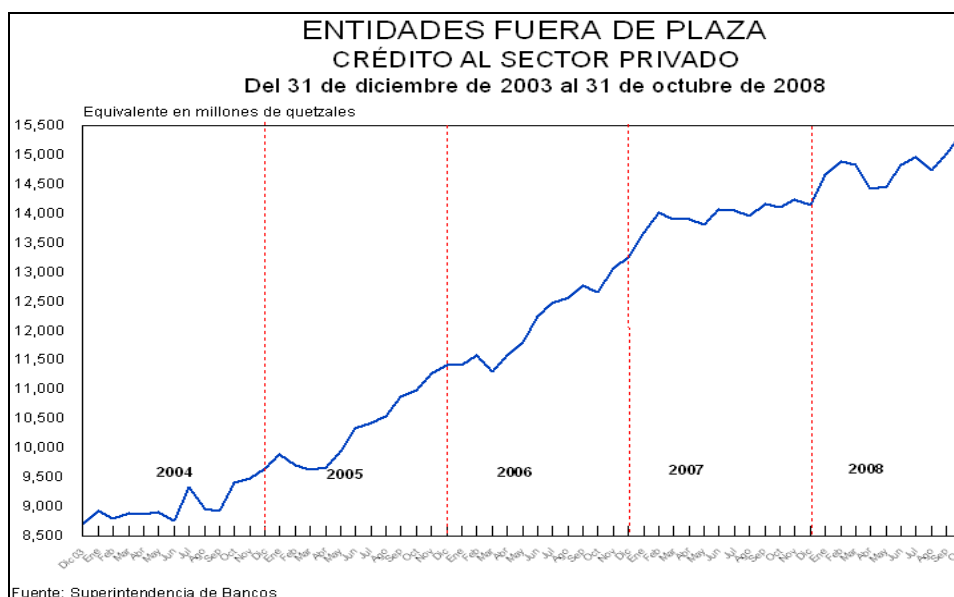
i) Captaciones

Las captaciones totales de las entidades fuera de plaza registraron, al 31 de octubre de 2008, un saldo por el equivalente a Q17,603.5 millones, monto superior en Q44.6 millones (0.3%) al registrado al 31 de octubre de 2007 y en Q1,041.6 millones (6.3%) al registrado el 31 de diciembre de 2007, situación que denota una mejora en la confianza de los agentes económicos en dichas entidades.



ii) Crédito al sector privado

El crédito otorgado al sector privado por las entidades fuera de plaza, al 31 de octubre de 2008, registró un saldo por el equivalente de Q15,378.2 millones, monto superior en Q1,261.4 millones (8.9%) al observado al 31 de octubre de 2007 y en Q1,237.1 millones (8.7%) al registrado el 31 de diciembre de 2007.

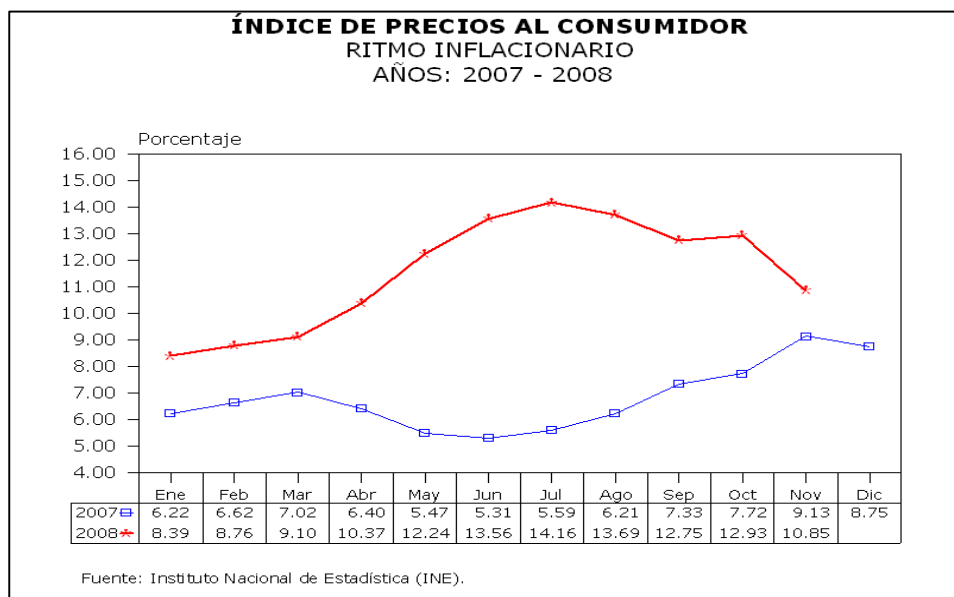


III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de noviembre de 2008

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 30 de noviembre de 2008, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 10.85%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales.



El comportamiento observado en la inflación interanual a noviembre de 2008 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 13.54%. Cabe destacar que esta división de gasto explica el 56.77% del total del ritmo inflacionario, sobresaliendo el incremento observado en el índice de los grupos de gasto siguientes: Aceites y grasas (35.56%); Hortalizas, legumbres y tubérculos (26.02%); Leche, productos lácteos y huevos (16.37%); Pan y cereales (13.53%); Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas (10.73%); y, Carnes (10.36%).

A nivel de productos, los que registraron el mayor impacto en el ritmo inflacionario fueron, el Frijol (53.71%); la Carne de aves fresca, refrigerada o



congelada (21.60%); y, el Pan (16.46%) que en conjunto, representaron 21.90% del total de la inflación registrada a noviembre de 2008.

La división de gasto *Transporte y comunicaciones* (ponderación 10.92%), registró a noviembre de 2008 un crecimiento interanual de 18.71%, que representó el 16.81% del ritmo inflacionario. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio del Transporte urbano (74.55%); del Transporte extraurbano (55.23%); y, del Transporte aéreo (51.44%).

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%) registró, a noviembre de 2008, una variación interanual de 6.02% y explicó el 4.99% del ritmo inflacionario. En dicho comportamiento incidió, principalmente, el incremento en el precio medio del Servicio de electricidad (10.89%) y de los Alquileres reales de vivienda (4.22%).

El comportamiento de las tres divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 78.57% del ritmo inflacionario observado a noviembre de 2008.

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

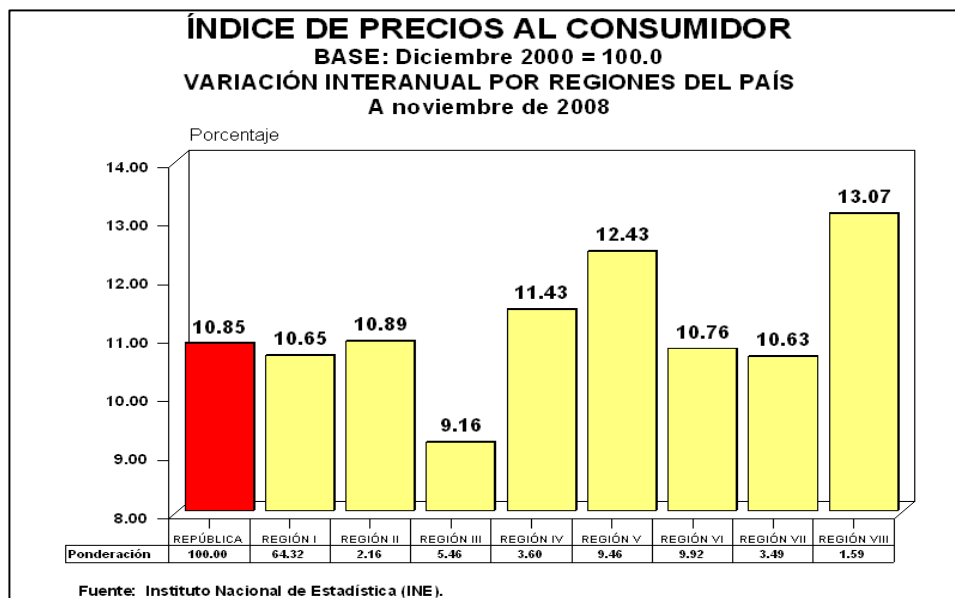
DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	NOVIEMBRE 2007	NOVIEMBRE 2008	RITMO INFLACIONARIO 1/	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE 2/
ÍNDICE GENERAL	100.00	165.68	183.65	10.85	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	194.48	220.82	13.54	56.77
2. Vestuario y calzado	7.94	132.00	135.99	3.02	1.85
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	148.96	157.92	6.02	4.99
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	146.51	163.61	11.67	7.57
5. Salud	5.48	149.44	157.26	5.23	2.40
6. Transporte y comunicaciones	10.92	147.54	175.15	18.71	16.81
7. Recreación y cultura	6.83	157.40	165.48	5.13	3.05
8. Educación	5.60	155.04	163.41	5.40	2.59
9. Bienes y servicios diversos	6.53	146.51	157.50	7.50	3.97

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

1/ Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

2/ Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

A nivel de regiones³⁶, la Región VIII registró el ritmo inflacionario más alto, 13.07%; la Región V exhibió una variación interanual de 12.43%; y, la Región IV registró una variación de 11.43%. Por su parte, la Región I, que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, registró un ritmo inflacionario de 10.65%, inferior en 0.20 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (10.85%).



En la Región VIII, con una ponderación de 1.59% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio de la papa (60.19%); del frijol (47.55%); de los productos de tortillería (33.54%); del jabón en bola (32.59%); de las otras verduras y hortalizas (31.64%); del pan (27.31%); del maíz (26.97%); y, de la carne de aves fresca, refrigerada o congelada (15.64%). Cabe indicar que los incrementos mencionados explican, en conjunto, el 54.96% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región V, con una ponderación de 9.46%, se debe, principalmente, al alza registrada en el precio medio de los rubros siguientes: la papa (95.84%); el jabón en bola (43.91%); el frijol (43.59%); el

³⁶ Región I, Metropolitana (Departamento de Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.



transporte extraurbano (37.50%); la carne de aves fresca, refrigerada o congelada (26.08%); el maíz (18.64%); y, el pan (16.19%). en conjunto, explicaron el 41.84% de la variación interanual de dicha región.

El incremento observado en la Región IV, con una ponderación de 3.60%, obedece, particularmente, al alza registrada en el precio medio del frijol (44.55%); de las otras frutas frescas (43.76%); de las otras verduras y hortalizas (35.36%); del jabón en bola (31.40%); de la carne de aves fresca, refrigerada o congelada (17.21%); de los productos de tortillería (14.54%); del servicio de electricidad (12.57%); y, del pan (9.93%); rubros que, en conjunto, representaron el 51.23% de la variación interanual de dicha región.

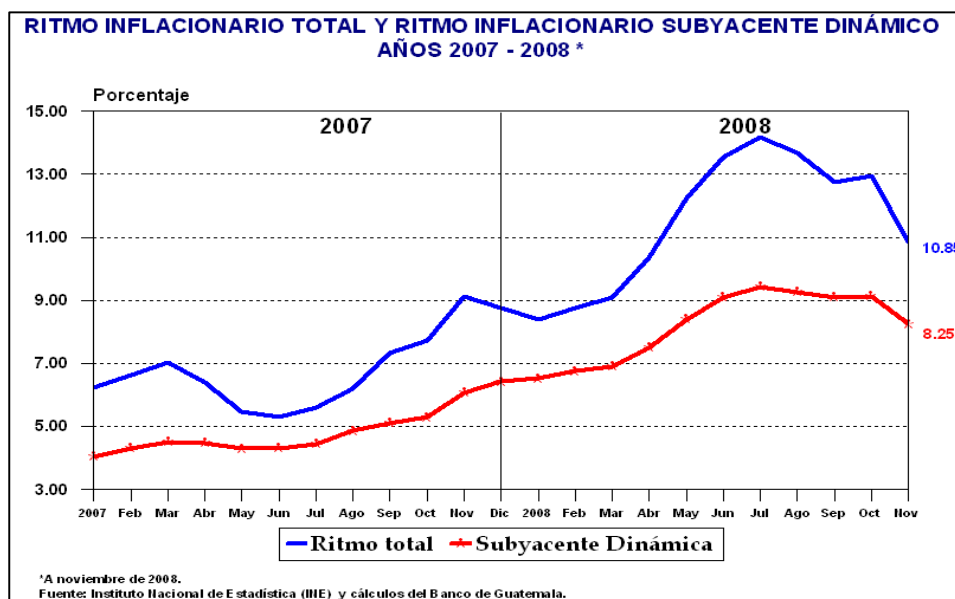
La variación interanual registrada en la Región I, con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en el precio medio del transporte extraurbano (96.55%); del transporte urbano (79.58%); del frijol (54.88%); del transporte aéreo (51.44%); de la carne de aves fresca, congelada y refrigerada (22.58%); del pan (17.87%); y, de los almuerzos (9.56%). Los incrementos en los precios de los citados bienes y servicios representaron, en conjunto, el 46.20% del total de la variación interanual registrada.

2. Inflación subyacente dinámica

Esta medida consiste en calcular el índice de inflación subyacente mediante la exclusión de los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, medida como variaciones tanto positivas como negativas que estén a más de dos desviaciones estándar de la media.

La inflación subyacente dinámica registró una variación interanual de 8.25%³⁷ a noviembre de 2008, inferior en 2.60 puntos porcentuales respecto del ritmo inflacionario del IPC total (10.85%).

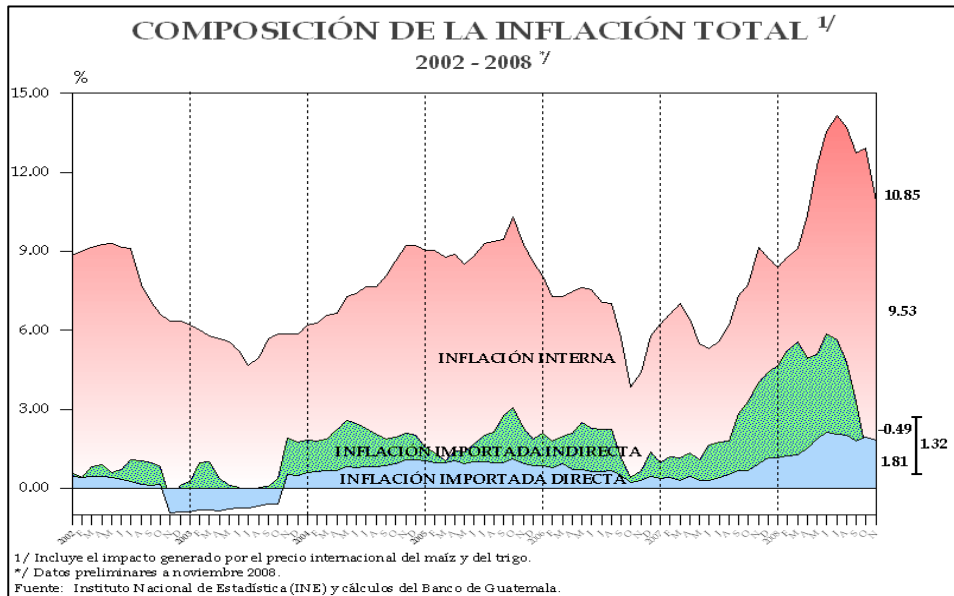
³⁷ Para el cálculo de la inflación subyacente dinámica a noviembre de 2008, se excluyeron los precios de 8 bienes y servicios, los que, en conjunto, representaron 4.66% de la ponderación total del IPC.



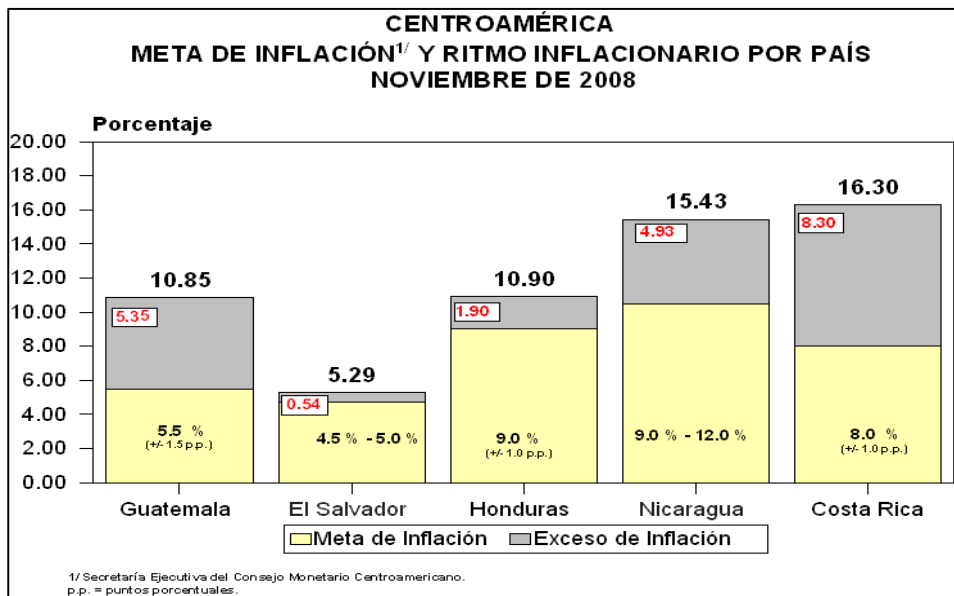
3. Inflación importada

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

A noviembre de 2008, la inflación importada explica 1.32 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (10.85%), de los cuales 1.81 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y -0.49 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente.

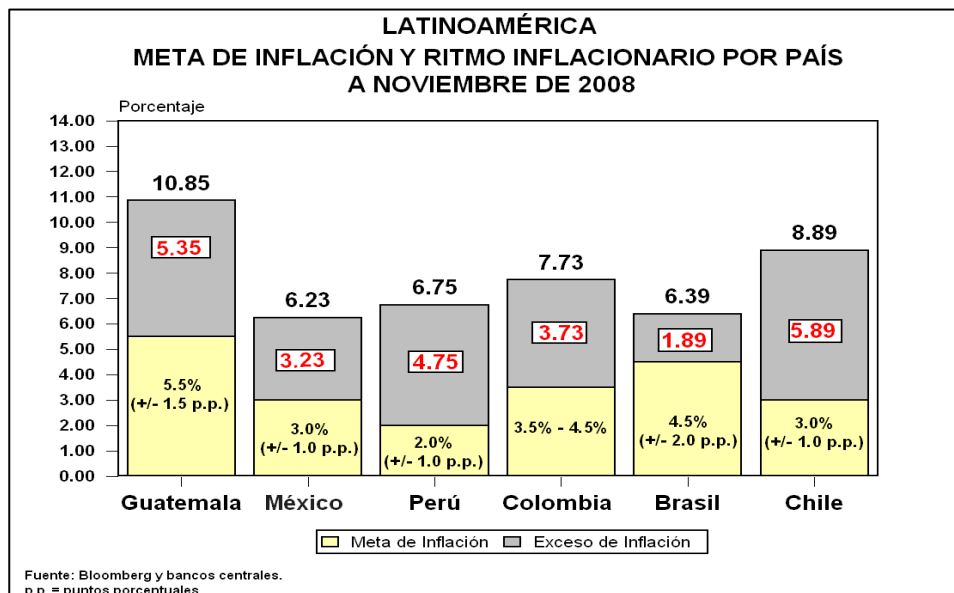


En Guatemala, al igual que en el resto de países centroamericanos, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta puntual prevista para 2008, situación que se asocia, en parte, al efecto proveniente de la inflación importada.



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

En esos países resalta el caso de Chile que registró un ritmo inflacionario de 8.89% a noviembre de 2008, superior en 5.89 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año. Por su parte, Perú y Colombia registraron ritmos inflacionarios de 6.75% y 7.73%, en su orden, los cuales también se ubicaron por encima de las metas de inflación que estos países establecieron para 2008 (desvíos de 4.75 puntos porcentuales y 3.73 puntos porcentuales, en su orden).





4. Respuesta de política monetaria

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

En respuesta a dicha tendencia y con el objeto de moderar las expectativas inflacionarias y contrarrestar los efectos de segunda vuelta, la Junta Monetaria en 2007 aumentó la tasa de interés líder de la política monetaria en seis ocasiones (25 puntos básicos en cada una), hasta ubicarla a finales de ese año en 6.50% y en 2008 la aumentó en dos oportunidades, en 25 puntos básicos en la primera y en 50 puntos básicos en la segunda hasta ubicar el nivel de la tasa líder de la política monetaria en 7.25%.

En ese contexto, la Junta Monetaria, en marzo de 2008, incrementó la tasa de interés líder en 25 puntos básicos de 6.50% a 6.75%. En esa ocasión tomó en consideración que el ritmo inflacionario registrado a febrero había revertido la desaceleración observada en los dos meses previos y que era importante moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y contrarrestar los efectos de segunda vuelta derivados de los choques externos que continuaban incidiendo en el comportamiento del índice de precios, principalmente por los elevados precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como de los productos derivados de los mismos.

En julio de 2008, la Junta Monetaria incrementó la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, con base en los factores siguientes: a) que el panorama inflacionario a nivel mundial se había deteriorado, acelerando las expectativas de inflación; b) que el ritmo inflacionario se ubicaba en dos dígitos y que la tendencia había sido creciente en los últimos cinco meses, situación que denotaba que las expectativas de inflación se habían deteriorado a nivel interno; c) que los pronósticos de inflación se ubicaban por arriba de la meta para 2008 y para 2009; d) que los choques de oferta continuaban representando riesgos inflacionarios



(alzas en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo), lo que podría propagar los efectos de la inflación importada a otros precios de bienes y servicios; y, e) que aun cuando los principales agregados monetarios registraban tasas de crecimiento interanual menores a los corredores previstos, era necesario tomar medidas de política monetaria con el propósito de moderar expectativas de inflación para que, una vez se redujera la intensidad de los choques externos, la inflación retornara a niveles de un dígito y convergiera a las metas previstas para el mediano plazo.

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

B. COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Dada la incidencia en el mediano plazo del comportamiento de los agregados monetarios sobre la inflación, éstos constituyen variables indicativas que pueden evidenciar la presencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Al 27 de noviembre de 2008, las variables relevantes como los medios de pago y el crédito bancario al sector privado se ubicaron por debajo del límite inferior de su respectivo corredor estimado. Este comportamiento contrasta con el observado en el mismo período de 2007, en el que se presentaron desvíos respecto de los límites superiores de los corredores estimados, principalmente en el crédito bancario al sector privado, situación que evidenciaba una exacerbación de las expectativas de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario, asociada a la suspensión de operaciones de dos entidades bancarias. En ese sentido, el comportamiento en 2008, como se analiza más adelante, denota una mejora en la



confianza de los agentes económicos respecto del desempeño del sistema bancario del país.

A continuación se presenta el comportamiento de los agregados monetarios al 27 de noviembre de 2008.

1. Liquidez primaria

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

A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 27 de noviembre de 2008.

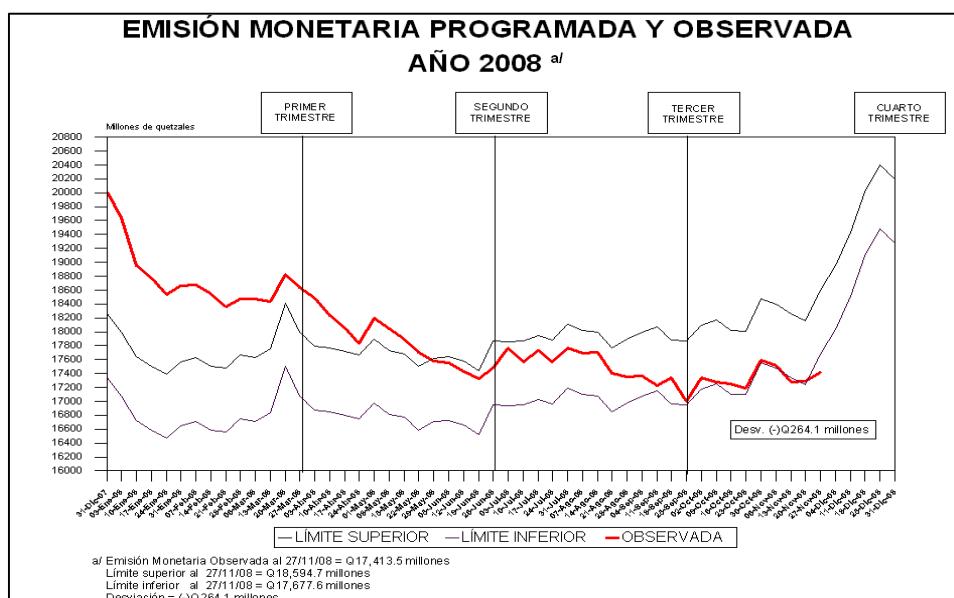
a) Emisión monetaria

Conforme al Programa Monetario y Fiscal, se estima que la demanda de emisión monetaria crecerá al cierre de 2008 en 10.9%, compatible con una tasa de crecimiento de la actividad económica de 4.3% (estimada en septiembre de 2008) y con la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

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

Durante enero y hasta la tercera semana de mayo de 2008, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando al 22 de mayo un desvío promedio de Q738.8 millones; dicho excedente se asoció, por el lado de la oferta, al hecho de que en el

período en mención, el saldo de las OEM con el sector privado fue menor en aproximadamente Q982.0 millones en relación con lo previsto en el programa monetario para el segundo trimestre de 2008.



La convergencia de la emisión monetaria a sus valores programados se evidencia en el comportamiento de sus componentes (numerario en circulación y caja de bancos), lo que se explica por una menor preferencia de liquidez por parte del público. Al 27 de noviembre de 2007, tanto el numerario en circulación (efectivo en poder del público) como la caja de bancos (efectivo en poder de los bancos del sistema), presentaban incrementos significativos que no eran congruentes con el comportamiento esperado. En contraste, en el mismo período de 2008 se observó una reducción importante en ambos componentes de la emisión monetaria, comportamiento que es congruente con la estacionalidad de dicha variable y con los valores estimados. La reducción del numerario en circulación y el incremento moderado en las captaciones bancarias, confirma la mejora en las expectativas de los agentes económicos con relación al desempeño del sistema bancario.



b) Base monetaria amplia

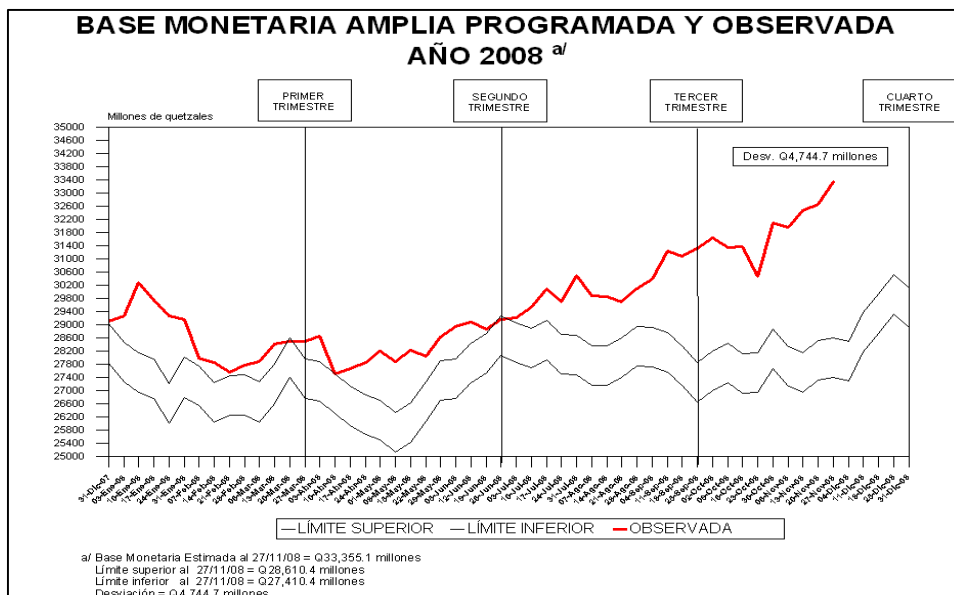
De acuerdo con la teoría monetaria, la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación) más las reservas bancarias (encaje bancario). Su importancia radica en que representa el agregado monetario básico que puede ser controlado directamente por el banco central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

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

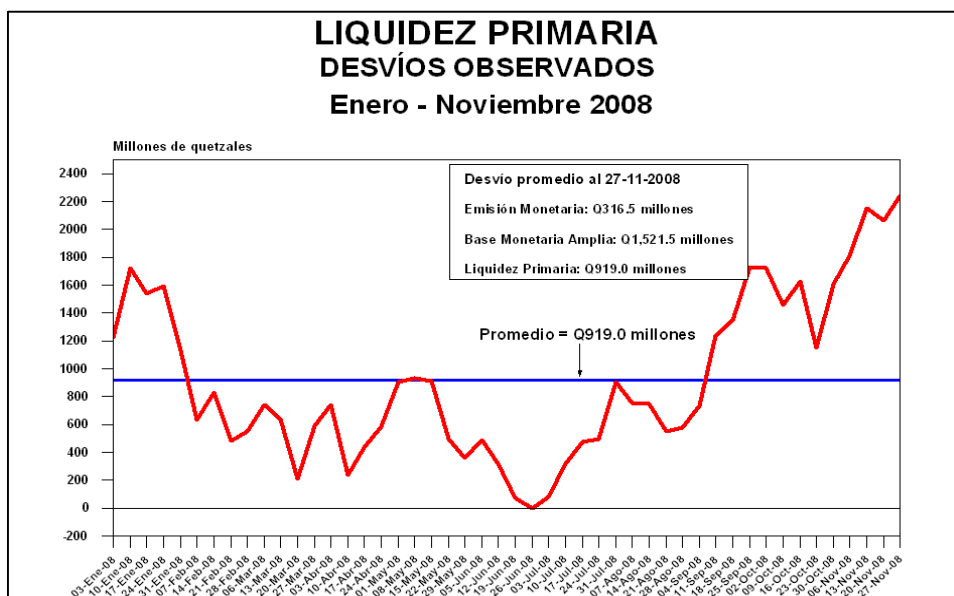
Al igual que en el caso de la emisión monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, el seguimiento de la base monetaria amplia se realiza mediante un corredor que es consistente con dicho rango y que incorpora posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

Para finales de 2008, se estima que la base monetaria amplia crezca 3.9% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2007, lo que representaría un aumento de Q1,134.8 millones.

Hasta el 27 de noviembre de 2008, la base monetaria amplia se ubica por arriba del corredor programado, registrando un desvío promedio de alrededor de Q1,522.0 millones, asociado, principalmente, al incremento registrado en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días por Q5,224.0 millones, al pasar de Q834.7 millones el 3 de enero a Q6,058.7 millones el 27 de noviembre. El comportamiento del desvío anterior se asocia, por una parte, al incremento en la liquidez del sistema bancario y, por la otra, al aumento de las inversiones en DP en el Banco de Guatemala (principalmente a 7 días plazo), las cuales al 27 de noviembre de 2008 registraban un saldo de Q5,273.1 millones, monto superior en Q4,443.6 millones al saldo registrado a principios de año (Q829.5 millones), situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.



La liquidez primaria al 27 de noviembre exhibió un desvío promedio de Q919.0 millones, sugiriendo una política monetaria restrictiva en todo el período, con excepción del 26 de junio en la que dicha variable aconsejó una política monetaria invariable.

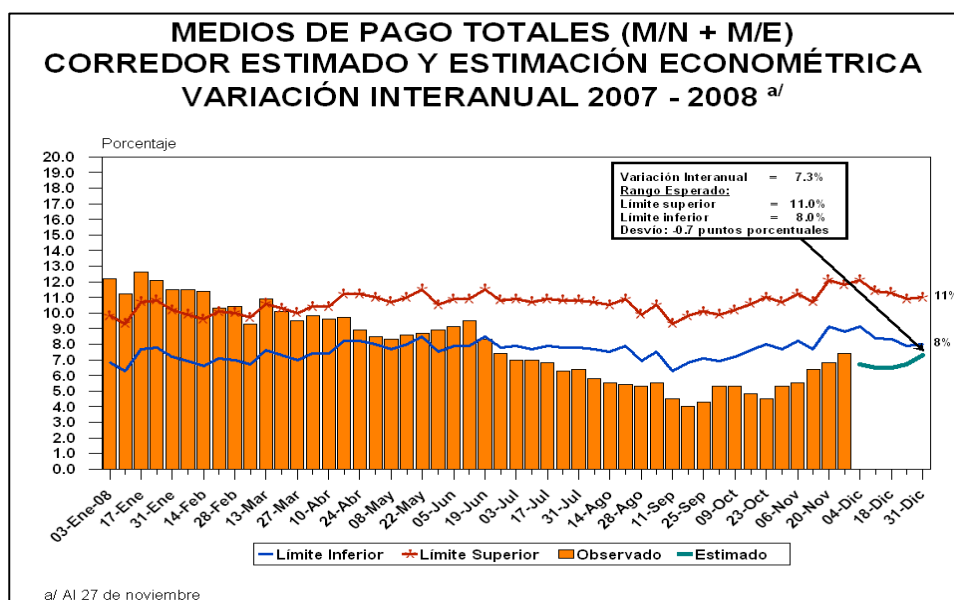


2. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, se estimó que los medios de pago (M2) crecerían entre 8.0% y 11.0% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 27 de noviembre de 2008, la variación interanual de los medios de pago fue de 7.4%, la cual se ubicó por debajo del margen de tolerancia estimado para esa fecha (8.8% - 11.8%).

Además de considerar el corredor estimado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2008, cuyo cálculo incorpora, tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2007 como la información que se observa periódicamente.

Al 27 de noviembre de 2008, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 7.3%, la cual se ubicó por debajo del rango estimado para diciembre de 2008 (8.0% - 11.0%).



La orientación que brinda los medios de pago totales, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene de promediar el desvío tanto del



corredor estimado como el de la estimación econométrica³⁸. Al 27 de noviembre de 2008, la orientación promedio presentó un valor negativo de 1.05 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria relajada³⁹.

Los medios de pago se han ubicado desde la segunda quincena de junio de 2008 por debajo del límite inferior del corredor estimado, situación que obedece a la reducción en el dinamismo de uno de sus componentes con mayor efecto en la inflación (numerario en circulación) en un contexto en el que se ha registrado un incremento moderado en las captaciones bancarias (especialmente depósitos de ahorro y depósitos a plazo).

3. Crédito bancario al sector privado

a) Tasa de crecimiento interanual

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 14.0% y 17.0%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

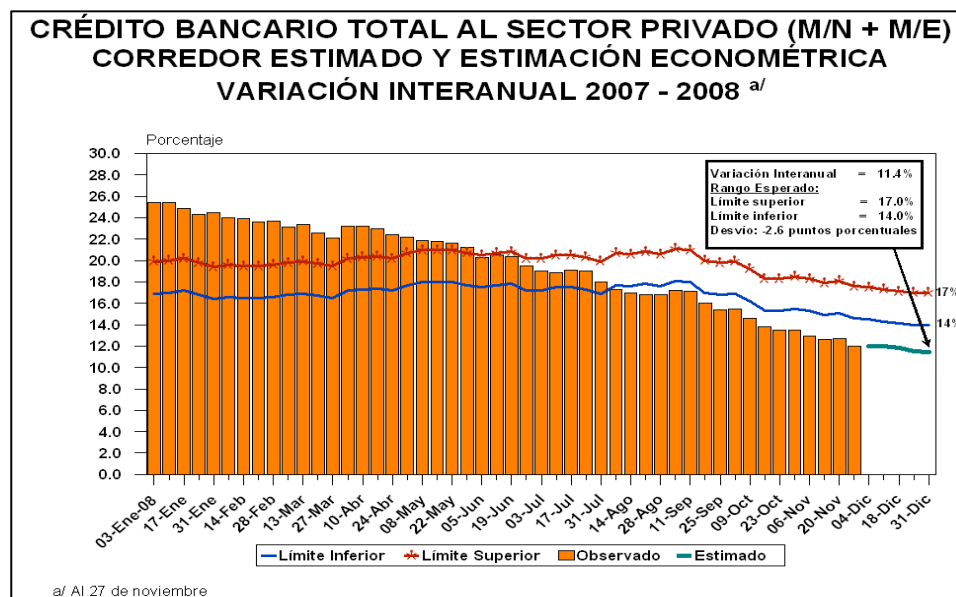
Al 27 de noviembre de 2008, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 12.0%, ubicándose por debajo del corredor estimado para esa fecha (14.6% - 17.6%).

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

³⁸ Para el seguimiento de los medios de pago se toma en consideración una ponderación que incluye el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se considera un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2008, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2008 (8.0%-11.0%).

³⁹ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones, sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

Al 27 de noviembre de 2008, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 11.4%, la cual se ubica por debajo del rango estimado para diciembre de 2008 (14.0% - 17.0%).



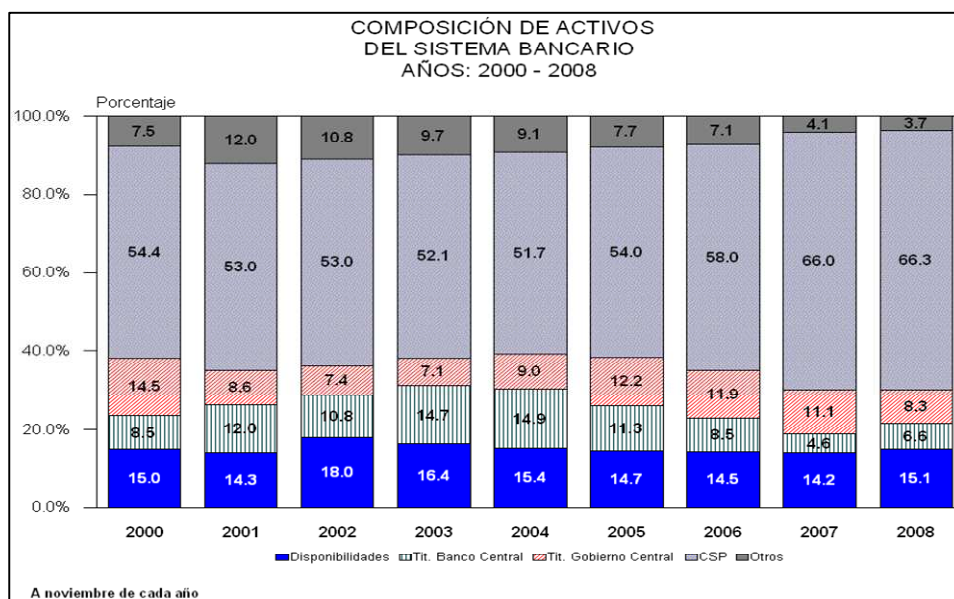
En forma análoga a los medios de pago, la orientación del crédito bancario total al sector privado, como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante el promedio del desvío entre el corredor estimado y la estimación econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 27 de noviembre de 2008, la orientación promedio presentó un valor negativo de 2.60 puntos porcentuales, debido a que tanto el valor observado de la variable como su estimación econométrica se situaron por debajo del límite inferior de los corredores estimados para esa fecha, lo que sugiere una política monetaria relajada⁴⁰.

Con relación al comportamiento del crédito bancario en 2008, durante la mayor parte del primer semestre del año, la variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo por arriba del límite superior del corredor estimado. No obstante, en la segunda parte del año, el crédito empezó a ubicarse por debajo de los valores estimados. En este comportamiento habría influido el

⁴⁰ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

hecho de que aumentó la preferencia de liquidez por parte de las instituciones bancarias, debido a la coyuntura financiera internacional, en la que se deterioró la confianza en los mercados financieros y reales y aumentó la aversión al riesgo, coyuntura en la que se empezaron a evidenciar menores flujos externos por concepto de utilización de líneas de crédito que fueron una fuente importante de la expansión del crédito bancario durante 2006 y 2007.

La expansión del crédito al sector privado en los dos años previos, como se ilustra en la gráfica siguiente, no solamente fue posible por las condiciones externas favorables, sino por el hecho de que las entidades bancarias disminuyeron el peso relativo dentro del activo total, de certificados de depósito a plazo en el Banco Central, así como de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala. En la coyuntura actual, en cambio, el crédito bancario al sector privado continúa desacelerándose, como resultado del análisis de crédito más riguroso por parte de las entidades bancarias y de la desaceleración de la actividad económica.



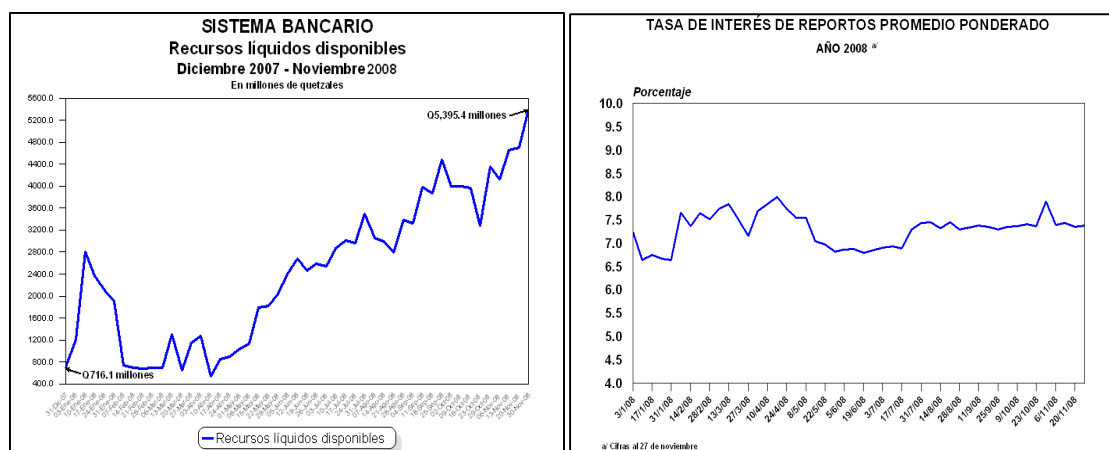
El comportamiento del crédito bancario al sector privado explicaría también por qué los medios de pago presentaron una tendencia a la desaceleración, ubicándose su comportamiento por debajo del límite inferior del corredor estimado.

C. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ BANCARIA Y ACCIONES PARA ENFRENTAR LOS POSIBLES EFECTOS ADVERSOS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

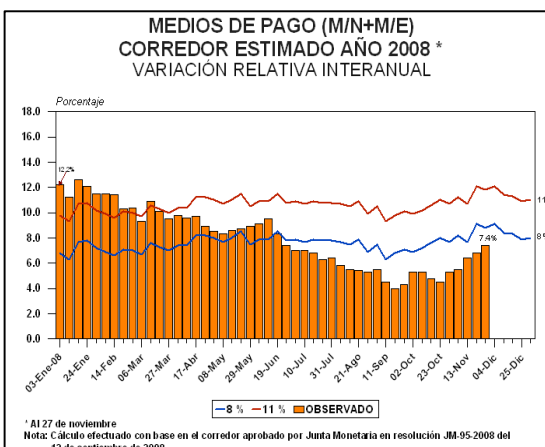
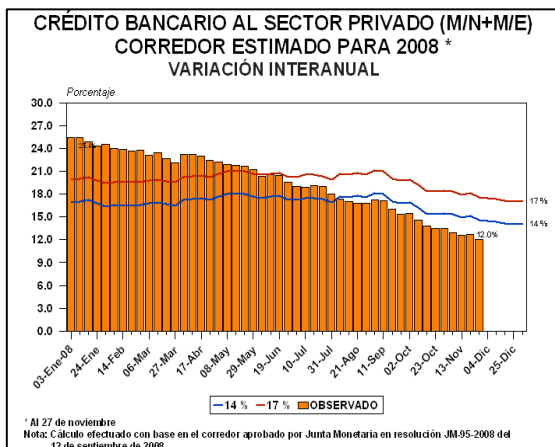
1. Análisis de la liquidez bancaria

a) Condiciones actuales

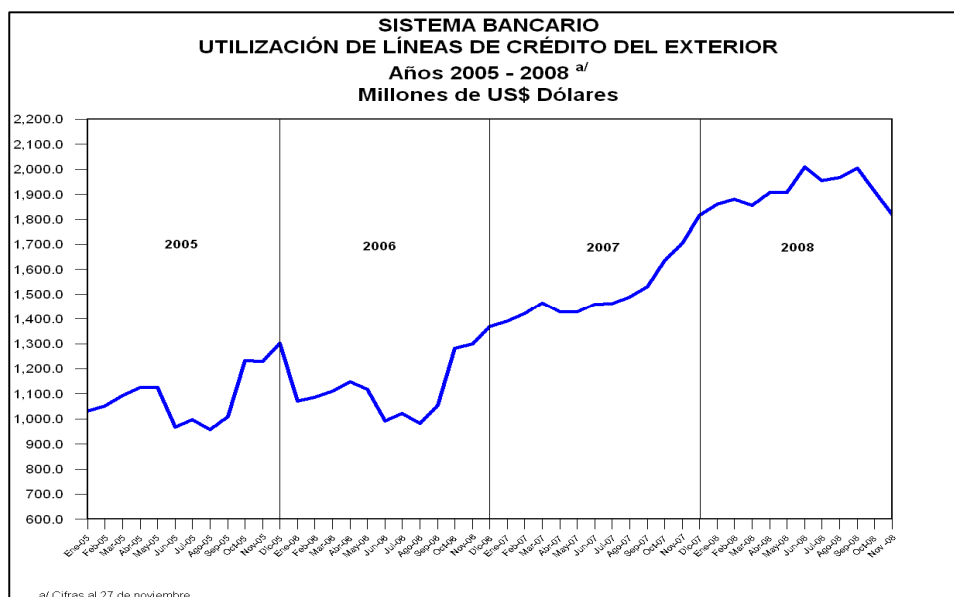
Los recursos líquidos disponibles con los que contaba el sistema bancario, al 30 de noviembre (saldo de las inversiones en depósitos a plazo en el Banco de Guatemala a 7 días plazo más la posición diaria de encaje bancario) ascendió a Q5,395.4 millones. Dichos recursos han mostrado una marcada tendencia al alza desde abril de 2008. Asimismo, la tasa de interés para las operaciones de reporto ha registrado durante el año un comportamiento estable, situación que también refleja que el sistema bancario cuenta con recursos líquidos en quetzales, como se ilustra en las gráficas siguientes.



No obstante, cabe añadir que la variación interanual de los medios de pago y del crédito bancario al sector privado se ha desacelerado en el transcurso del año, lo que evidencia, en parte, que las instituciones bancarias han manifestado una mayor preferencia por recursos líquidos, a efecto de enfrentar las contingencias que pudieran derivarse del actual contexto internacional, en particular, ante un escenario de endurecimiento de las condiciones de acceso a líneas de crédito contratadas por los bancos del sistema con bancos del exterior.

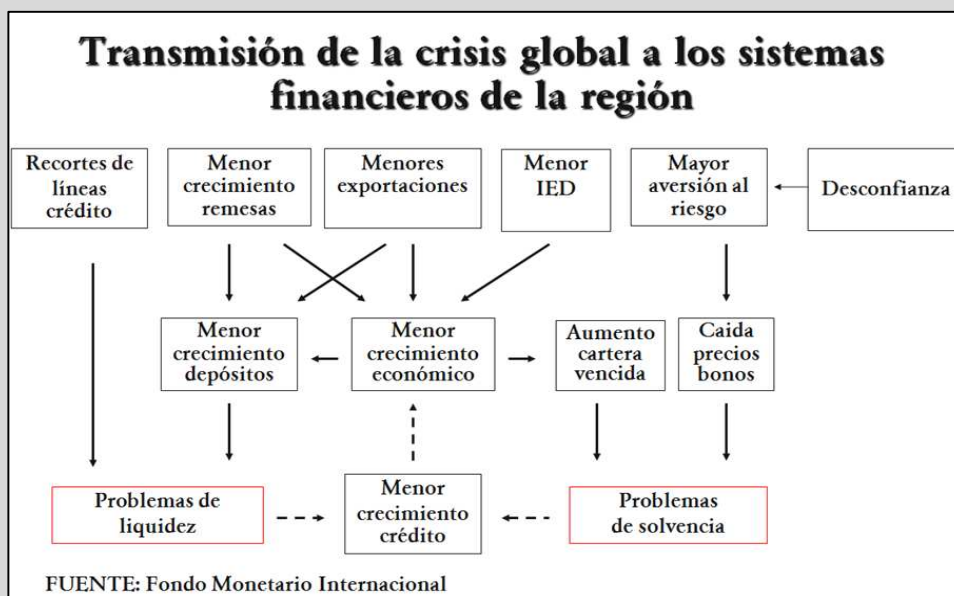


Cabe añadir que aun cuando a noviembre de 2008 no se había observado una reducción en el saldo de la utilización de las líneas de crédito contratadas por los bancos del sistema con bancos del exterior respecto del saldo al 31 de diciembre de 2007, sí se evidenciaba un menor ritmo de crecimiento respecto al período 2005-2007, como se muestra en la gráfica siguiente.

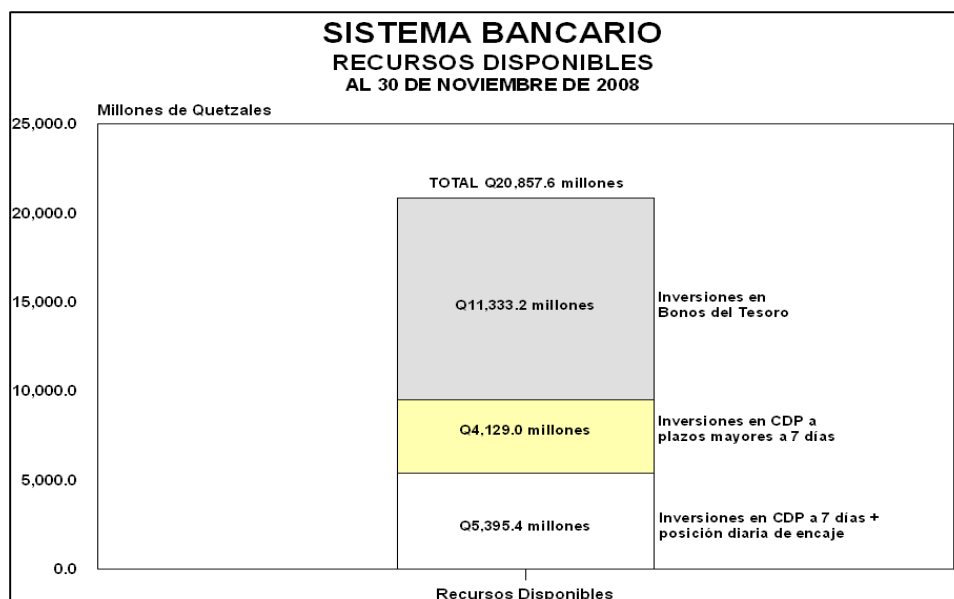


RECUADRO 4**TRANSMISIÓN DE LA CRISIS GLOBAL A LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE LA REGIÓN**

Derivado de la coyuntura internacional, caracterizada por desconfianza, mayor aversión al riesgo y recortes de líneas de crédito, se ha configurado un escenario de menor liquidez que, por una parte, incide en el comportamiento del sector real y, por la otra, en el sector financiero. A continuación se presenta un diagrama que ilustra esa transmisión.

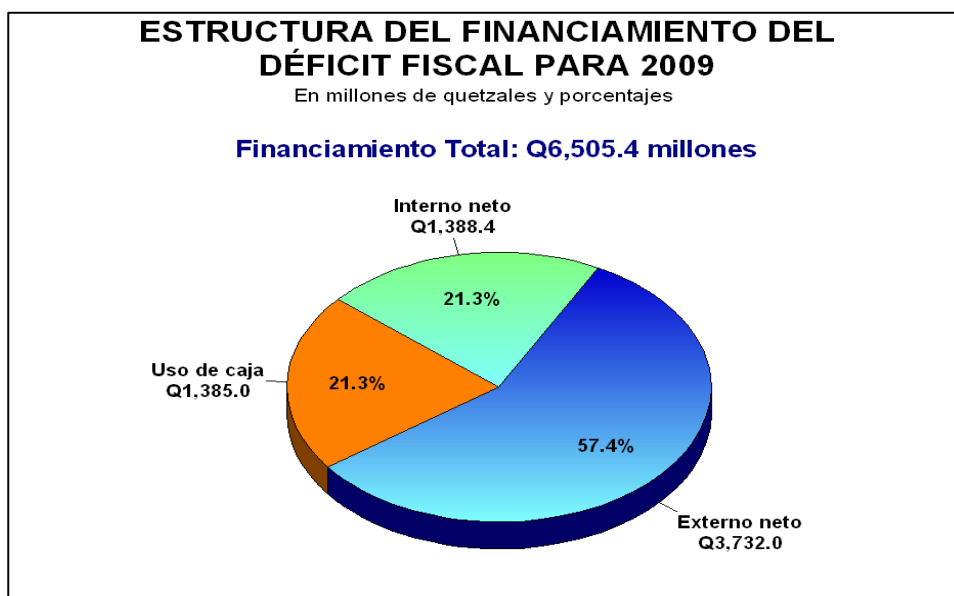
**b) Condiciones previstas para el corto y mediano plazos**

En adición a los recursos líquidos disponibles a los que se hizo referencia, los bancos del sistema cuentan con instrumentos financieros de fácil negociación (principalmente Certificados de Depósito a Plazo del Banco de Guatemala a plazos mayores de 7 días y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala). El monto total de dichos recursos, al 30 de noviembre de 2008, como se ilustra en la gráfica siguiente, ascendió a Q20,857.6 millones. Adicionalmente, cabe mencionar que, de conformidad con información del Ministerio de Finanzas Públicas, el gasto público estaría acelerándose en diciembre, lo cual incidiría en un aumento adicional en la liquidez bancaria.

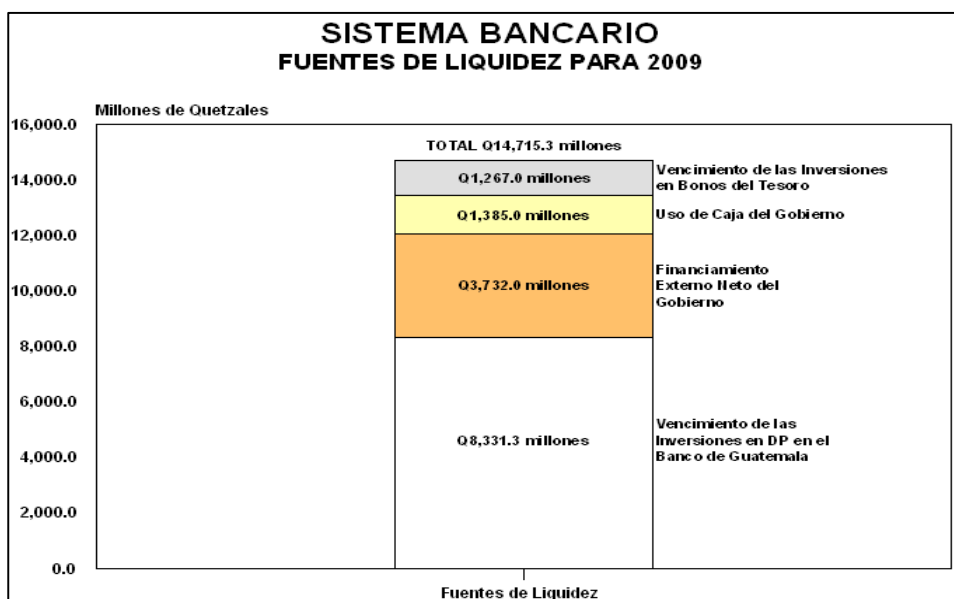


Si bien los recursos líquidos disponibles registraron un crecimiento importante a noviembre de 2008, se mantuvo la desaceleración del crédito bancario al sector privado, lo que permite inferir, como se indicó, que las instituciones bancarias han incrementado su preferencia por recursos líquidos, a efecto de enfrentar las contingencias que pueden derivarse del actual contexto financiero internacional.

Al hacer un análisis prospectivo de las condiciones de liquidez agregada para 2009, como se muestra en la gráfica siguiente, el financiamiento del déficit fiscal provendría particularmente, de recursos externos y de uso de caja, fondos que estarían generando una expansión importante de la liquidez bancaria.



Al adicionar a las fuentes (recursos externos y uso de caja) los vencimientos programados para 2009 de CDP del Banco de Guatemala y de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, se daría una expansión en la liquidez primaria de aproximadamente Q14,700.0 millones, lo que denota que existirían otros recursos disponibles para el financiamiento de la actividad económica, como se ilustra en la gráfica siguiente.





2. Acciones para afrontar los posibles efectos adversos de la crisis financiera internacional

a) Medidas para proveer de liquidez a bancos del sistema

Dada la coyuntura en los mercados financieros internacionales, caracterizada, fundamentalmente, por una alta volatilidad, la cual genera efectos negativos en los sectores financieros de la mayoría de los países, ya que torna incierta la obtención de recursos, en términos de monto y costo, lo cual ha puesto de manifiesto la necesidad de mantener las condiciones internas de liquidez y de establecer mecanismos temporales para proveer liquidez a las entidades del sistema bancario.

A continuación se describen los mecanismos implementados.

i) En moneda nacional

El Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 24 de noviembre, pusiera a disposición de las entidades bancarias una facilidad temporal para proveer de liquidez en moneda nacional, hasta el 31 de diciembre de 2008, mediante la adopción de dos mecanismos: a) redención anticipada de Depósitos a Plazo (DP) constituidos en el Banco de Guatemala; y, b) realización de operaciones de compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en quetzales.

- **Redención anticipada de depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala**

La redención anticipada de depósitos a plazo, de manera voluntaria por los bancos del sistema, se realiza para los DP constituidos originalmente a plazos de entre 3 y 8 años, emitidos a la orden de los bancos del sistema, a su valor facial. Al 30 de noviembre, el Banco Central había realizado redenciones anticipadas por un monto de Q75.0 millones.



- **Operaciones de compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala**

La compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en quetzales, se realiza de manera voluntaria por los bancos del sistema, a su valor facial.

Al 30 de noviembre, el Banco de Guatemala había realizado compras de tales títulos a los bancos del sistema por un valor de Q75.0 millones.

- ii) **En moneda extranjera**

La Junta Monetaria, mediante resolución JM-122-2008 del 5 de noviembre de 2008, autorizó al Banco de Guatemala a realizar operaciones de reporto hasta por un monto de US\$275.0 millones hasta el 31 de enero de 2009, con la finalidad de proveer liquidez en dólares de Estados Unidos de América a los bancos del sistema. Al respecto, definió que podrían tener acceso a este mecanismo los bancos del sistema que conforme a la información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, al 28 de octubre de 2008, presentaran vencimientos y realizaran pagos de líneas de crédito del exterior en el mes de que se trate y éstas no fueran renovadas. Adicionalmente, estableció que el Banco de Guatemala determinaría las condiciones financieras de las operaciones.

El Banco de Guatemala, dispuso que tales operaciones se realizaran a los plazos de 60 y 90 días, a las tasas de interés LIBOR a 2 meses + 350 puntos básicos y LIBOR a 3 meses + 350 puntos básicos, respectivamente. Para tales operaciones se utilizan como garantías los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en dólares de los Estados Unidos de América, colocados en el mercado nacional y en el mercado financiero internacional (Eurobonos); así como Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Certificados de Depósito a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala, expresados en quetzales.

Al 30 de noviembre, el Banco de Guatemala había realizado operaciones de reporto con los bancos del sistema por un monto de US\$60.1 millones.



b) Flexibilización temporal y moderada del cómputo del encaje bancario

La Junta Monetaria, en resolución JM-140-2008, resolvió flexibilizar de manera temporal y moderada el cómputo del encaje bancario, cuya vigencia comprende del 1 de diciembre de 2008 al 31 de marzo de 2009. En este sentido, los bancos del sistema pueden incluir en el cómputo del encaje bancario, en su orden, Certificados de Depósito a Plazo expedidos por el Banco de Guatemala, Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y Cédulas Hipotecarias FHA. El monto máximo que se acepta para utilizar esos documentos en el encaje computable es de Q25.0 millones por cada institución bancaria. Adicionalmente, se estableció que la proporción de fondos en efectivo que las entidades puedan agregar dentro del encaje computable se incremente de 25% a 100%. Al 11 de diciembre de 2008, la medida descrita permitió que las instituciones bancarias contaran con recursos líquidos adicionales por un monto de alrededor de Q740.0 millones.

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

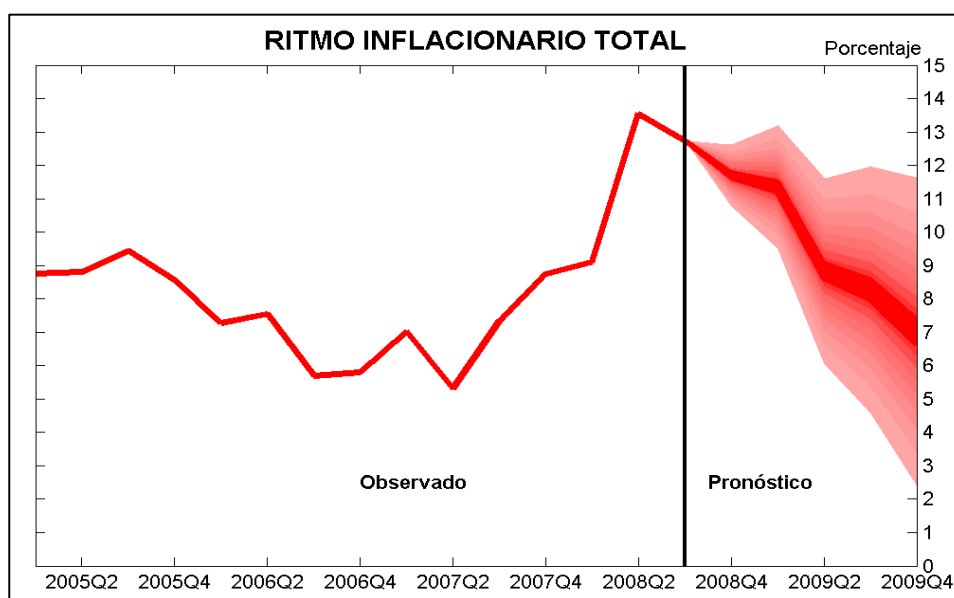
De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a noviembre de 2008 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 10.21%, por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Por su parte, para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario de 7.58%, por arriba de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.5% +/- 1 punto porcentual).

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

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en su cuarto corrimiento de 2008⁴¹ y se presenta el balance de riesgos de dichos pronósticos.

1. Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar con un diagrama de abanico, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información observada reciente. El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2008-2009, generado por el cuarto corrimiento del MMS en 2008. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2008 es de 11.70%; mientras que para el cuarto trimestre de 2009 es de 7.01%.



⁴¹ En Anexo se detallan los resultados del referido corrimiento.

En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2008 y 2009 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo indica el diagrama de abanico ilustrado.

2. Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS

Los riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS muestran la probabilidad de que la inflación futura se encuentre fuera de la meta correspondiente o dentro del margen de tolerancia de la misma.

Como se observa en el cuadro siguiente, de acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento del MMS en 2008, existe una probabilidad de 100.00% de que la tasa de inflación interanual se sitúe por encima del límite superior de la meta de política monetaria para diciembre de 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

Cuarto Trimestre de 2008			
Meta	5.5%		
Margen de Tolerancia	± 1.5 puntos porcentuales		
	Pronóstico en		
	2008Q3	2008Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	11.90%	11.70%	-0.20%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		
	2008Q3	2008Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [4\%, 7\%]$)	0.00%	0.00%	0.00%
P($\pi \geq 7\%$)	100.00%	100.00%	0.00%
P($\pi < 4\%$)	0.00%	0.00%	0.00%

Por su parte, el cuadro siguiente ilustra el pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2009, generado en el cuarto corrimiento del MMS en 2008. Según el pronóstico citado, existe un 23.54% de probabilidad de



que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual), un 56.97% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima del límite superior de la meta y un 19.49% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo del límite inferior de la referida meta de política monetaria.

Cuarto Trimestre de 2009			
Meta	5.5%		
Margen de Tolerancia	± 1 puntos porcentuales		
	Pronóstico en		
	2008Q3	2008Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	7.59%	7.01%	-0.58%
P($\pi >$ Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
	Pronóstico en		
	2008Q3	2008Q4	Diferencia
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)
P($\pi \in [4.5\%, 6.5\%]$)	20.46%	23.54%	3.08%
P($\pi \geq 6.5\%$)	64.35%	56.97%	-7.38%
P($\pi < 4.5\%$)	15.19%	19.49%	4.30%

F. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

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

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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en noviembre de 2008, los encuestados prevén



para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 11.08%, porcentaje superior en 3.46 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2007 (7.62%) y mayor al límite superior de la meta de inflación determinada para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).



Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2009, la encuesta efectuada en noviembre apunta a un ritmo inflacionario de 9.08%, valor que aunque se ubica por arriba de la meta de inflación para el referido año, sí muestra una moderación respecto del primer semestre del año, en virtud de que en la encuesta efectuada en junio de 2008, el referido panel proyectó un mayor ritmo inflacionario para finales de 2009 (10.70%).



2. Expectativas implícitas de inflación

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo⁴² y las tasas de interés de corto plazo⁴³. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, en los países en desarrollo son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país⁴⁴, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a noviembre de 2008, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.35 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de inflación

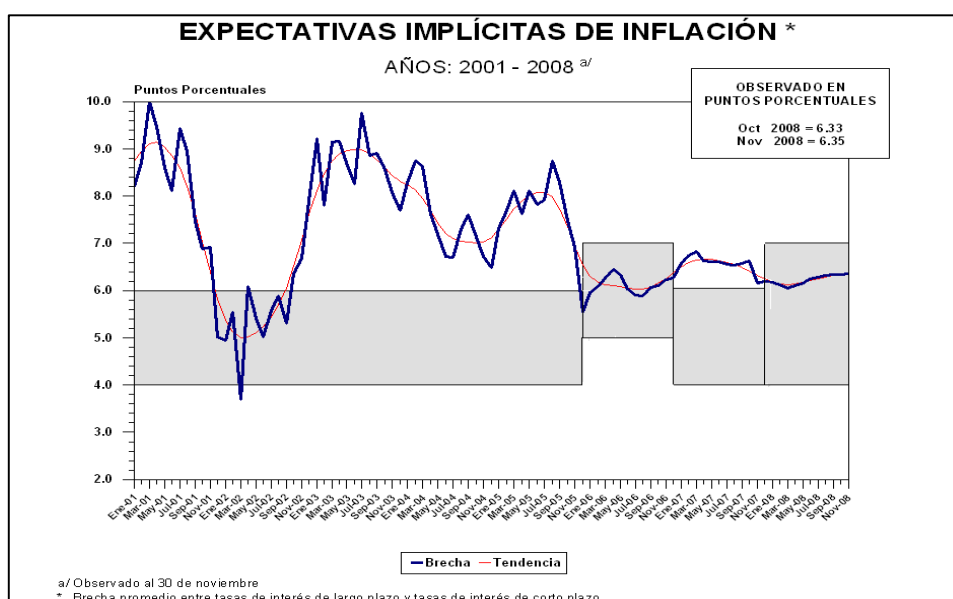
⁴² Tasa de interés activa total y tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

⁴³ Tasa de interés de reportos para plazos de entre 1 y 7 días y tasa de interés promedio ponderado de hasta 182 días.

⁴⁴ Diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1.5 puntos porcentuales, lo que sugirió una política monetaria moderadamente restrictiva.

La tendencia a la baja observada en el referido indicador a partir de marzo de 2007, que denotaba una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, empezó a revertirse a partir de abril del presente año, como se ilustra en la gráfica siguiente.



G. TASAS DE INTERÉS

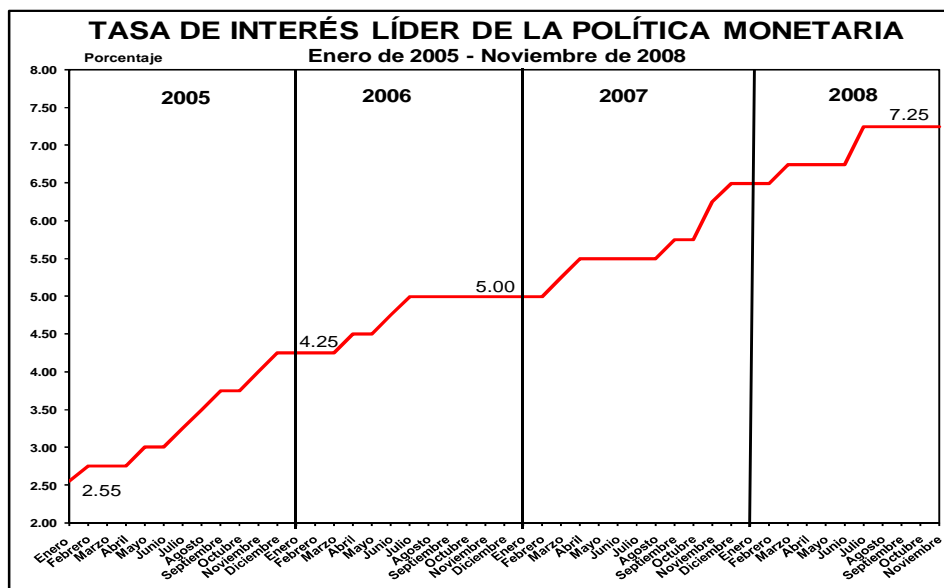
1. De operaciones de estabilización monetaria (OEM)

a) En moneda nacional

i) Por plazo

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2008, en las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) que se realizan al plazo de 7 días, tanto en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) como en las bolsas de comercio, la Junta Monetaria, luego de conocer el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y el corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), así como de analizar detalladamente los riesgos del entorno en que se ejecuta la política monetaria, decidió incrementar la

tasa de interés líder de la política monetaria⁴⁵, el 27 de marzo de 6.50% a 6.75% y el 24 de julio de 6.75% a 7.25%.



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

Posteriormente, con motivo de la participación del Ministerio de Finanzas Públicas en el mercado de valores a plazos largos, el Comité de Ejecución decidió que el Banco de Guatemala suspendiera, a partir del 8 de febrero, las licitaciones de DP a plazos mayores a 3 años. Dicha medida se orientó a evitar la competencia con las colocaciones del Ministerio de Finanzas Públicas a los plazos de 6, de 10 y de 12 años. A partir del 12 de mayo, el Comité de Ejecución decidió suspender las licitaciones de DP al plazo de 3 años y empezar a

⁴⁵ Desde enero de 2005 la tasa de interés líder de la política monetaria es la aplicable a las Operaciones de Estabilización Monetaria a 7 días plazo.



participar por fecha de vencimiento a plazos residuales mayores de un año, para lo cual acordó realizar dichas licitaciones sin cupo preestablecido y que las tasas de interés fueran determinadas por las condiciones del mercado.

Las tasas de interés de las OEM en el mecanismo de licitación por plazo que, como se indicó, estuvo disponible hasta el 11 de mayo, se muestran a continuación.

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

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

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

ii) Por fecha de vencimiento

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

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 2 de enero al 25 de febrero de 2008, se establecieron las siguientes: 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008 y 8 de diciembre de 2008. Para las licitaciones realizadas a partir del 3 de marzo, la fecha de vencimiento 10 de marzo de 2008 fue sustituida por la del 9 de marzo de 2009, en tanto que para las licitaciones efectuadas a partir del 2 de junio, la fecha de vencimiento 9 de junio de 2008 fue sustituida por la del 8 de junio de 2009 y finalmente, para las licitaciones efectuadas a partir del 1 de septiembre, la fecha de vencimiento del 8 de septiembre de 2008 fue sustituida por la del 7 de septiembre de 2009. Dichas



fechas se determinaron en función de los espacios monetarios que indica el Programa Monetario y Fiscal vigente.

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

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

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

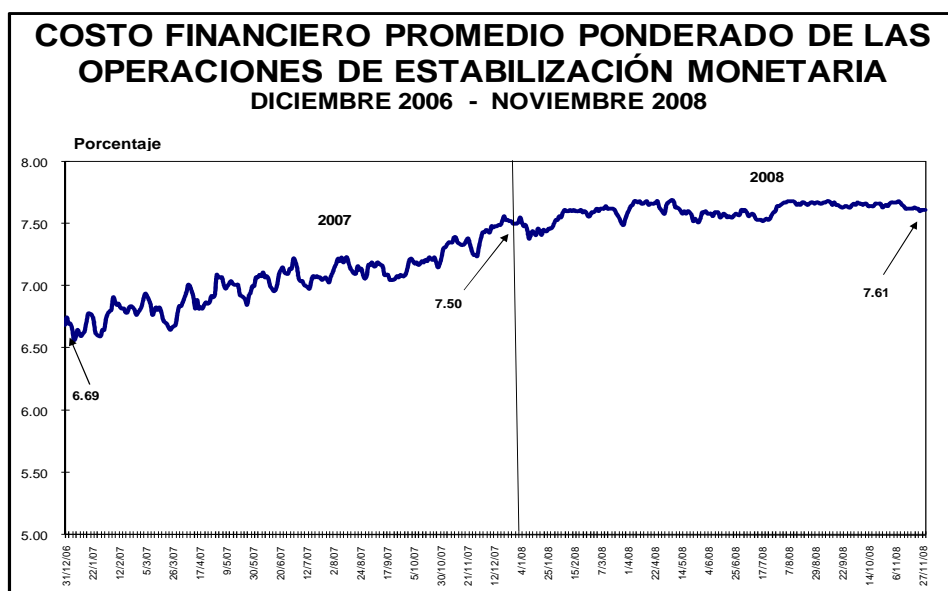
Por otra parte, a partir del 12 de mayo se inició la participación por fecha de vencimiento a plazos residuales mayores de un año, sin cupo preestablecido y a tasas de interés determinadas por las condiciones del mercado, para lo cual se estableció el 7 de junio de 2010 como fecha de vencimiento.

El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, a partir del 19 de noviembre de 2008, decidió suspender temporalmente las licitaciones de DP a plazos mayores a 7 días. Entre otros factores, dicha medida fue adoptada considerando que la alta volatilidad que prevalecía en los mercados financieros

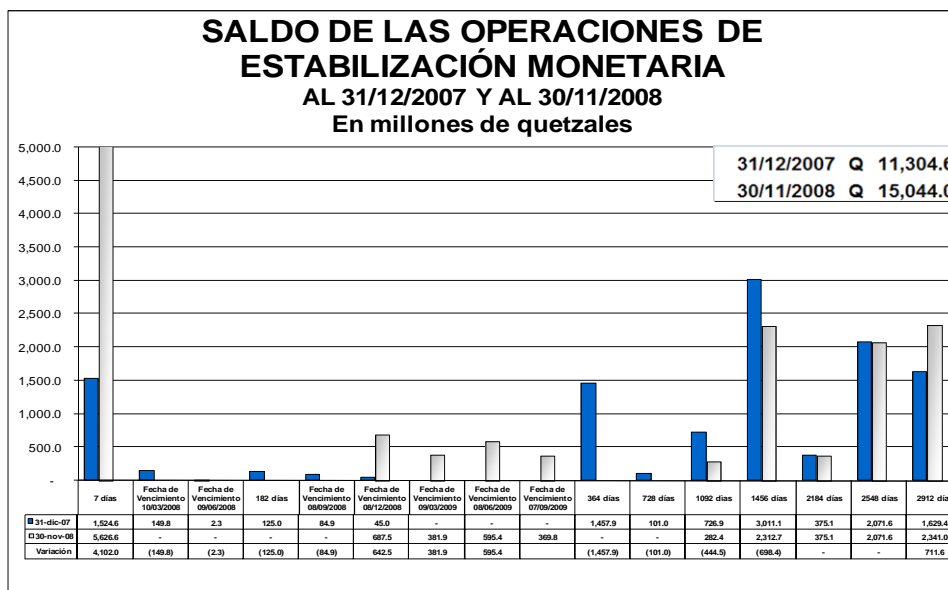


internacionales, propició una mayor preferencia por liquidez por parte de las entidades del sistema bancario, privilegiando la tenencia de una mayor proporción de activos líquidos.

El costo financiero promedio ponderado del saldo de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2007 al 30 de noviembre de 2008 mostró un comportamiento ascendente, al pasar de 7.50% a 7.61%, como resultado de la colocación de OEM a los plazos de 1092 días (3 años) y de 2912 días (8 años); por la colocación a fechas de vencimiento 8 de diciembre de 2008 y 9 de marzo, 8 de junio y 7 de septiembre de 2009. Además, por el incremento en el monto y en la tasa de interés de las operaciones a 7 días.



En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2007 y el 30 de noviembre de 2008, así como los diferentes plazos de colocación y fechas de vencimiento.



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

Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron un saldo máximo de Q5,725.0 millones (37.8% del total) el 26 de noviembre de 2008 y un mínimo de Q491.4 millones (4.6% del total) el 12 de marzo de 2008.

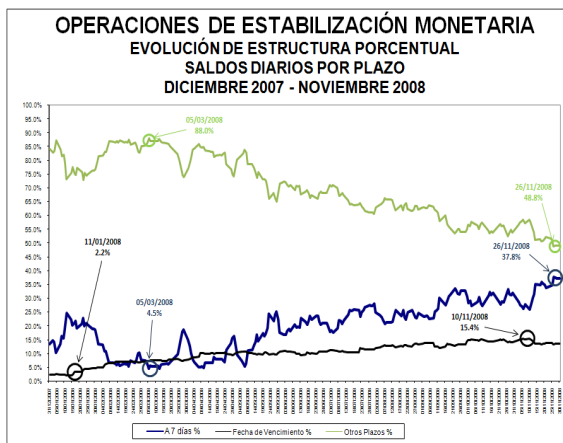
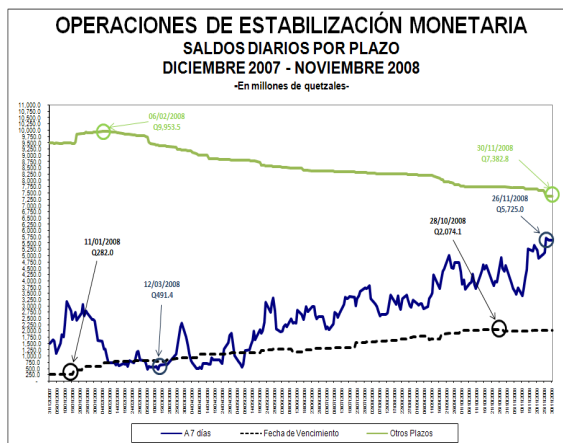
Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron un saldo máximo de Q2,074.1 millones (14.5% del total) el 28 de octubre de 2008 y un saldo mínimo de Q282.0 millones (2.2% del total) el 11 de enero de 2008.

En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron un saldo máximo de Q7,382.8 millones (49.1% del total) el 30 de noviembre de 2008 y un saldo mínimo de Q9,953.5 millones (83.0% del total) el 6 de febrero de 2008.

El saldo total de las OEM registrado al 30 de noviembre de 2008 ascendió a Q15,044.0 millones, del cual Q5,626.6 millones (37.4%) correspondió



al plazo de 7 días, Q2,034.6 millones (13.5%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q7,382.8 millones (49.1%) a otros plazos.



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

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

Como consecuencia del aumento más reciente a la tasa de interés líder de política monetaria decidido por la Junta Monetaria, vigente a partir del 24 de julio de 2008, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 8.75%. Al 30 de noviembre, el saldo de dichas operaciones ascendió a Q94.1 millones.



b) En moneda extranjera

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de DP en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité de Ejecución acordó que en caso se observara volatilidad en el tipo de cambio nominal, se convocara a licitación de DP en dólares de los Estados Unidos de América a los plazos de 91, de 182 y de 364 días, sin cupo preestablecido. Para la adjudicación de las posturas se toma como referencia la tasa de rendimiento de las letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

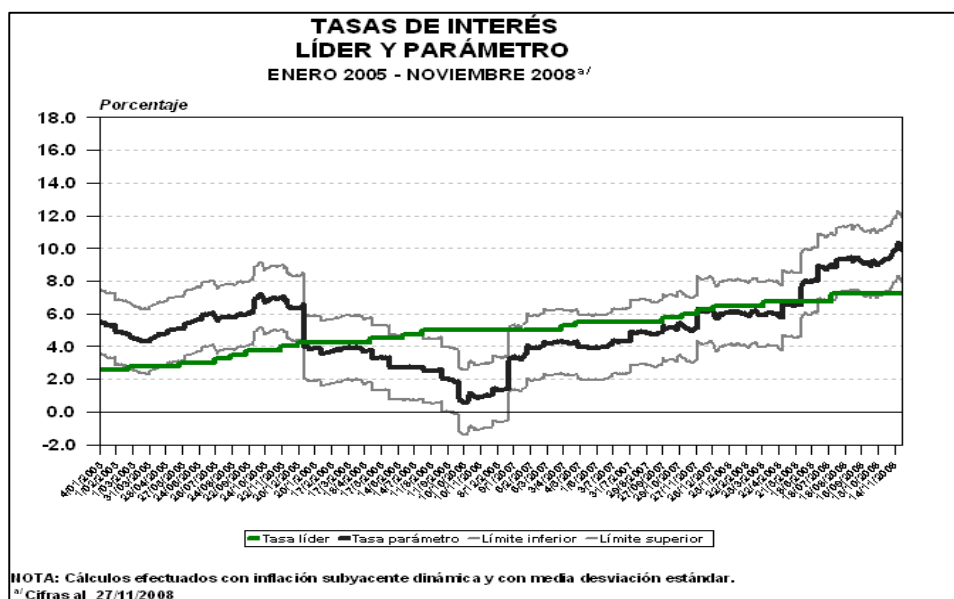
Durante el período de enero a noviembre de 2008, no fue necesario convocar a licitación de DP en la moneda citada.

Asimismo, el Comité de Ejecución acordó que se continuara aceptando a las entidades públicas la constitución de DP en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, a los plazos que se estime conveniente. Cabe mencionar que al 30 de noviembre de 2008, el saldo de las OEM en dólares de los Estados Unidos de América fue de US\$2.3 millones.

2. Tasa de interés parámetro

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor” que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada así como de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés de mercado que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 establece que se debe comparar el nivel de la tasa de interés líder con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

Al 27 de noviembre de 2008, la tasa de interés parámetro se situó en 9.91% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 11.88% y 7.93%, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés líder de la política monetaria fue 7.25%, ubicándose por debajo del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, sugiriendo una política monetaria restrictiva.



3. Tasa de interés pasiva de paridad

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

Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a plazo a seis meses, en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación de Guatemala y la inflación de sus principales socios comerciales. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional⁴⁶ y la

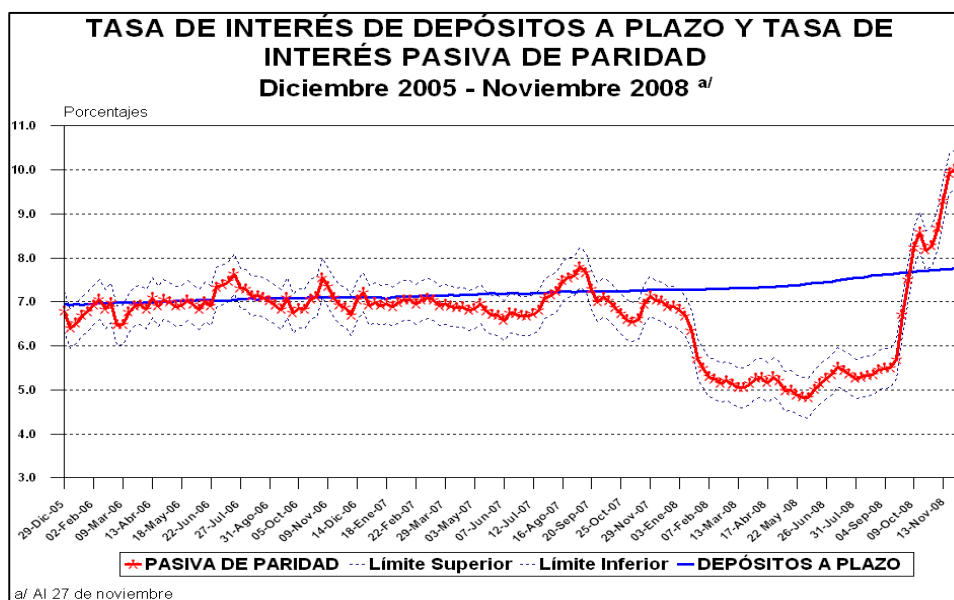
⁴⁶ Tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.



tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período del 1 de enero al 2 de octubre de 2008, se observó que la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue superior a la tasa de interés pasiva de paridad. Sin embargo, a partir del 9 de octubre del presente año, el comportamiento de dichas tasas se revirtió. En efecto, al 27 de noviembre de 2008 la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (7.77%) fue menor en 2.24 puntos porcentuales a la tasa pasiva de paridad, la cual se situó en 10.01%. Lo anterior se explica, principalmente, por el incremento registrado en la prima por riesgo país, dada la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad⁴⁷, la referida variable se situó por debajo del límite inferior del citado margen, lo que sugirió restringir las condiciones monetarias.



⁴⁷ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar.



H. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Para 2008, la Junta Monetaria acordó continuar con el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación⁴⁸, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con datos al 31 de diciembre de 2007 y al 30 de noviembre de 2008.

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
ORIENTACIÓN	31/12/2007 (%)	30/11/2008 (%)
Relajada	8.79	17.86
Moderadamente relajada	0.00	0.00
Invariable	9.07	0.00
Moderadamente restrictiva	0.00	20.75
Restrictiva	82.14	61.39
TOTAL	100.00	100.00

⁴⁸ En esta metodología se calcularon cinco indicadores, uno para cada categoría de orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales para 2008 y de +/- 1 punto porcentual para 2009.



IV. ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE BALANCE DEL BANCO DE GUATEMALA

El programa monetario contiene el comportamiento trimestral estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central. En dicho programa se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería en 11.9% respecto del nivel programado para finales de 2007; sin embargo, asociado al comportamiento de la actividad económica en el transcurso de 2008, fue necesario revisar la estimación de crecimiento económico en tres oportunidades.

La primera revisión del referido programa fue conocida por la Junta Monetaria en ocasión de la presentación del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2008 y conllevó dos ajustes: el primero, derivado de la revisión a la baja en la tasa de crecimiento económico estimada para el presente año, la cual pasó de 5.3% a 4.8% y, el segundo, debido a que el gasto público a marzo de 2008 registró una reducción interanual de 4.6%, mientras que lo previsto era un aumento de 15.0%, lo que modificó la estimación de la posición neta del Banco de Guatemala con el sector público. En esta primera revisión la tasa de crecimiento de la emisión monetaria se estimó en 11.4%, menor en 0.50 puntos porcentuales respecto de la estimación original.

La segunda revisión del programa monetario fue conocida por la Junta Monetaria en agosto de 2008, cuando se presentó el Informe de Política Monetaria a Junio de 2008 y se debió, por una parte, a una nueva revisión de la tasa de crecimiento económico estimada para 2008, la cual se ajustó de 4.8% a 4.3% y, por la otra, al incremento respecto de lo programado en las reservas monetarias internacionales derivado de mayores desembolsos de deuda pública externa. En esta segunda revisión, la tasa de crecimiento de la emisión monetaria se estimó en 10.9%, menor en 0.50 puntos porcentuales respecto de la estimación anterior.

En ese contexto, a continuación se presenta la situación del programa monetario con información observada al tercer trimestre de 2008.



PROGRAMA MONETARIO
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2007 AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2008
 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	2,865	3,398	534
US\$	358	425	67
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2,967	-3,501	-534
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-948	-1,291	-343
1.1. Gobierno Central	-707	-1,163	-456
1.2. Resto sector público	-241	-128	112
2. Posición con bancos y financieras	-411	-1,237	-826
2.1. Crédito a bancos y financieras	-2	-2	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-409	-1,235	-826
3. Otros activos netos	-757	-1,033	-276
3.1. Gastos y productos	-391	-501	-111
3.2. Activos netos no clasificados	-367	-532	-165
4. Operaciones de estabilización monetaria	-1,687	-2,540	-853
5. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	836	2,600	1,764
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-103	-103	0
OEM TOTALES	-3,250	-2,527	723

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

A. MONETIZACIÓN EXTERNA

En el programa monetario se previó que al 30 de septiembre de 2008 el nivel de RMIN aumentaría en el equivalente a Q2,865.0 millones (US\$358.0 millones); sin embargo, al finalizar el referido mes dichas reservas exhibieron un aumento de Q3,398.0 millones (US\$425.0 millones) respecto del nivel observado a finales de 2007, monto superior en Q534.0 millones (US\$67.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se asocia, fundamentalmente, a que se recibieron mayores regalías por explotación de petróleo respecto de lo programado en alrededor de US\$31.0 millones, derivado de los precios récord alcanzados por el crudo en el referido período. Adicionalmente, el precio del oro aumentó en los mercados internacionales coadyuvando a que se registraran, al 30 de septiembre, revalorizaciones por US\$22.0 millones.



B. ACTIVOS INTERNOS NETOS (AIN)

1. Posición con el sector público

De enero a septiembre del presente año, el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q1,163.0 millones, monto superior en Q456.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario para dicho período, lo que se explica, principalmente, por el menor uso de depósitos del Gobierno Central, asociado a una menor ejecución del gasto público respecto de lo programado, y a mayores ingresos tributarios.

Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q128.0 millones, inferior en Q112.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en DP en el Banco de Guatemala respecto de lo programado, por Q111.0 millones.

2. Posición con bancos y sociedades financieras

Según el programa monetario, al 30 de septiembre los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante por Q411.0 millones, derivado del aumento del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, con respecto al comportamiento previsto de las captaciones bancarias. Sin embargo, el saldo registrado en las cuentas de encaje bancario al tercer trimestre fue superior en Q826.0 millones con relación a lo programado, de manera que el efecto desmonetizante a septiembre fue de Q1,237.0 millones, situación que, entre otros factores, se explica por un menor dinamismo en el otorgamiento de crédito al sector privado por parte de las entidades bancarias.

3. Resultado de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar el tercer trimestre fue desmonetizante en Q501.0 millones, lo que significó una desviación de Q111.0 millones respecto de lo programado. Dicho resultado obedece, principalmente, a que los ingresos por concepto de rendimiento de inversiones de las reservas monetarias internacionales.



4. Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que al 30 de septiembre de 2008 se tendrían que realizar OEM por Q3,250.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al finalizar el referido mes, el saldo total de las OEM registró un aumento de Q2,527.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2007, lo que generó una desviación en dicha variable por Q723.0 millones. Dicha desviación se explica, principalmente, por la menor realización de OEM en moneda nacional con el sector privado y con bancos del sistema por Q527.0 millones.

5. Estimación de cierre del programa monetario 2008

El programa monetario revisado en junio contempló, como se indicó, que la demanda de emisión monetaria crecería en alrededor de 10.9% respecto del nivel programado a finales de 2007, compatible con una tasa de crecimiento de la actividad económica de 4.3% y con una meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales. No obstante, dado que la tasa de crecimiento del PIB real en la revisión de diciembre disminuye a 4.0%, la nueva tasa de crecimiento de la emisión monetaria sería de 10.6%.

Vale indicar que el crecimiento previsto de la emisión monetaria, también es congruente con el comportamiento de las variables monetarias a noviembre, así como con las estimaciones de cierre de los sectores real, externo y fiscal.

A continuación se presenta la estimación del programa monetario para el último trimestre de 2008 y para cierre del año, considerando que los primeros tres trimestres corresponden a cifras observadas.



**PROGRAMA MONETARIO 2008
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES**

CONCEPTO	TRIMESTRES 2008				Total 2008
	I	II	III	IV	
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	145	3463	-210	-998	2400
US\$	18	433	-26	-125	300
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-578	-3230	308	3040	-460
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-400	-3050	2159	3311	2020
1.1. Gobierno Central	-76	-3164	2077	3081	1918
1.2. Resto sector público	-325	114	83	230	102
2. Posición con bancos y financieras	43	-490	-790	-876	-2113
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	0	-2	0	-2
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	43	-490	-788	-876	-2111
3. Otros activos netos	-657	-434	57	512	-521
3.1. Gastos y productos [(-) = Productos netos]	-377	-102	-23	-132	-633
3.2. Activos netos no clasificados	-280	-332	80	644	112
4. Operaciones de estabilización monetaria	-425	-403	-1712	-972	-3512
5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez	861	1147	593	1065	3666
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-433	233	98	2042	1940

Como se puede observar en el cuadro anterior, se esperaría que en el cuarto trimestre las reservas monetarias internacionales netas muestren una disminución de US\$125.0 millones, derivado, principalmente, de amortizaciones a capital y pago de intereses por concepto de deuda pública externa. Tomando en cuenta la información disponible a noviembre, se estima que al finalizar el año se registre un aumento en las RMIN de alrededor de US\$300.0 millones, monto que permitiría continuar consolidando la posición del sector externo del país.

Consistente con el comportamiento de las RMIN y de la demanda de emisión monetaria, en el cuarto trimestre los AIN del Banco de Guatemala monetizarían en Q3,040.0 millones, mientras que al cierre de 2008 se esperaría que desmoneticen en Q460.0 millones.

Considerando el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala a noviembre de 2008, así como el cierre de las finanzas públicas, se estimaría que en el cuarto trimestre el Gobierno Central disminuya sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q3,081.0 millones. De esa cuenta, al finalizar 2008 la monetización generada por el Gobierno Central sería de Q1,918.0 millones. Por su parte, se esperaría que en el cuarto trimestre el resto de las entidades públicas reduzcan sus depósitos e inversiones en CDP del Banco



Central en Q230.0 millones, por lo que al finalizar el año se estima que dichas entidades monetizen en alrededor de Q102.0 millones, de manera que la monetización generada por la posición del sector público no financiero consolidada sería de Q2,020.0 millones.

En cuanto a la posición con bancos y financieras, se esperaría que al finalizar el cuarto trimestre dichas entidades aumenten sus depósitos en el Banco Central en Q876.0 millones, como consecuencia, fundamentalmente, del efecto combinado del crecimiento esperado de los depósitos del público en las referidas entidades y de la flexibilización del encaje bancario. En ese sentido, se estima que al finalizar 2008 dicha posición genere una desmonetización por Q2,113.0 millones.

Tomando en consideración las estimaciones del gasto derivado del pago de intereses sobre las operaciones de estabilización monetaria, así como de los productos financieros derivados de la inversión de las RMI, durante el cuarto trimestre se registraron productos netos por Q132.0 millones, por lo que al finalizar el año se esperaría que dichos productos netos se ubiquen en alrededor de Q633.0 millones.

En el cuarto trimestre de 2008, consistente con la demanda de emisión monetaria por Q2,042.0 millones y con la desmonetización de origen externo por el equivalente a Q998.0 millones, los rubros que integran los AIN del Banco de Guatemala serían monetizantes en Q3,040.0 millones.

V. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO

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

En 2008 se avanzó en la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), edición 2000, del Fondo Monetario Internacional (FMI), a efecto de que las estadísticas monetarias y financieras del país incluyan el marco metodológico que incorpora las mejores prácticas



internacionales en materia de compilación y divulgación de dichas estadísticas por parte de los diversos bancos centrales.

En ese sentido, es conveniente indicar que los esfuerzos realizados durante 2008 permitieron mejorar la información estadística, tanto en la cobertura de las instituciones financieras como en la calidad de la sectorización de los instrumentos financieros. Según el referido manual, en cuanto la cobertura de las estadísticas monetarias y financieras, la misma se divide en dos grandes grupos: el primero, integrado por las sociedades de depósito (instituciones financieras que tienen la facultad de crear dinero), como el Banco Central, los bancos del sistema, las sociedades financieras, las entidades fuera de plaza (*off shore*) y las cooperativas de ahorro y crédito y, el segundo, conformado por otras sociedades financieras, como las compañías de seguros y fianzas, los almacenes generales de depósito, las casas de bolsa y las entidades emisoras de tarjetas de crédito.

En el contexto anterior, es conveniente indicar que se dispone de información estadística compilada conforme al MEMF para la totalidad de las instituciones que integran el sector de las sociedades de depósito y para la mayoría de las otras sociedades financieras, ya que durante 2008 fue posible incorporar, además de la información de compañías de seguros y fianzas, la información de almacenes generales de depósito y de casas de cambio. Cabe indicar que el resto de las otras sociedades financieras representan un porcentaje muy bajo respecto del total del sistema financiero, razón por la cual no se considera urgente incorporarlas en las estadísticas financieras.

Durante 2008 se continuó avanzando en el proceso de armonización de las estadísticas monetarias y financieras a nivel de Centroamérica, República Dominicana y Panamá. En efecto, derivado del esfuerzo conjunto entre el Fondo Monetario Internacional, la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y los respectivos bancos centrales de los países de la región, se logró integrar un conjunto de cuadros estadísticos armonizados, que responden a criterios de clasificación de instrumentos financieros y de sectorización, conforme a estándares estadísticos internacionales, los cuales estarían disponibles al público en los respectivos sitios de internet de los bancos centrales de la región al



finalizar diciembre de 2008. Cabe indicar que para el caso de Guatemala, dichos cuadros se encuentran disponibles en el sitio de internet desde el último día hábil de noviembre de 2008.

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

El Banco de Guatemala, en lo relativo al tratamiento estadístico del sector externo, se encuentra en la fase de implementación del Quinto Manual de Balanza de Pagos. En este sentido, durante 2008 se continuaron realizando acciones concretas; en primer lugar, entre el 9 de junio y el 5 de septiembre, el Banco de Guatemala continuó con el programa de encuestas empresariales e institucionales (Cuarta Encuesta del Sector Externo -ENCSE4-), con el objetivo de recopilar información económica y financiera correspondiente a 2007 de las entidades siguientes: a) empresas de inversión extranjera directa; b) empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; c) instituciones privadas que recibieron donaciones del exterior; d) organismos internacionales residentes en Guatemala; y, e) empresas que realizan transacciones de otros servicios con el exterior.

Finalmente, cabe indicar que a partir de noviembre de 2008 el Banco Central compila y divulga la Balanza de Pagos del País conforme los lineamientos del Quinto Manual.

C. AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES TRIMESTRALES

En 2008 se avanzó en la elaboración de las Cuentas Nacionales Trimestrales, dentro del marco conceptual del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 (SCN93) y de acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia.

En efecto, en septiembre de 2008 se obtuvieron los resultados preliminares de la serie trimestral del PIB correspondiente al período comprendido del primer trimestre de 2007 al segundo trimestre de 2008, tanto por el enfoque de la



producción como por el enfoque del gasto. Actualmente se están integrando las estimaciones trimestrales del PIB correspondientes al tercer trimestre de 2008.

Además, se continuó con el levantamiento de encuestas trimestrales para las actividades de industria manufacturera, de comercio y de servicios, las cuales se utilizarán permanentemente en la estimación de las cuentas trimestrales para dichas actividades económicas.

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

A. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la trayectoria de inflación de una economía es bastante complejo y cambiante. Mishkin⁴⁹ identifica cuatro canales por los cuales tal mecanismo se materializa: el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, el canal de otros precios de activos y el canal del crédito. Típicamente, también se reconoce la operatoria de un canal de expectativas. Como indican Loayza y Schmidt-Hebbel⁵⁰, la importancia relativa de tales canales varía de un país a otro y a lo largo del tiempo. Particularmente, la existencia de distintos regímenes monetarios y cambiarios determina grandes diferencias en los canales de transmisión de la política monetaria entre países y entre períodos históricos.⁵¹ Loayza y Schmidt-Hebbel también hacen ver que existe cierta equivalencia observacional entre los efectos de los distintos canales de transmisión. Por tanto, es difícil distinguir cuantitativamente su importancia relativa en un momento dado. Aun así, el conocimiento de las características específicas de una determinada economía puede ser útil para orientar la investigación cuantitativa en cuanto a los canales de transmisión de la política monetaria.

⁴⁹ Mishkin, Frederic S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, Fall, pages 3-10.

⁵⁰ Loayza, Norman y Klaus Schmidt-Hebbel (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview; en Loayza y Schmidt-Hebbel (2002), "Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms", Banco Central de Chile.

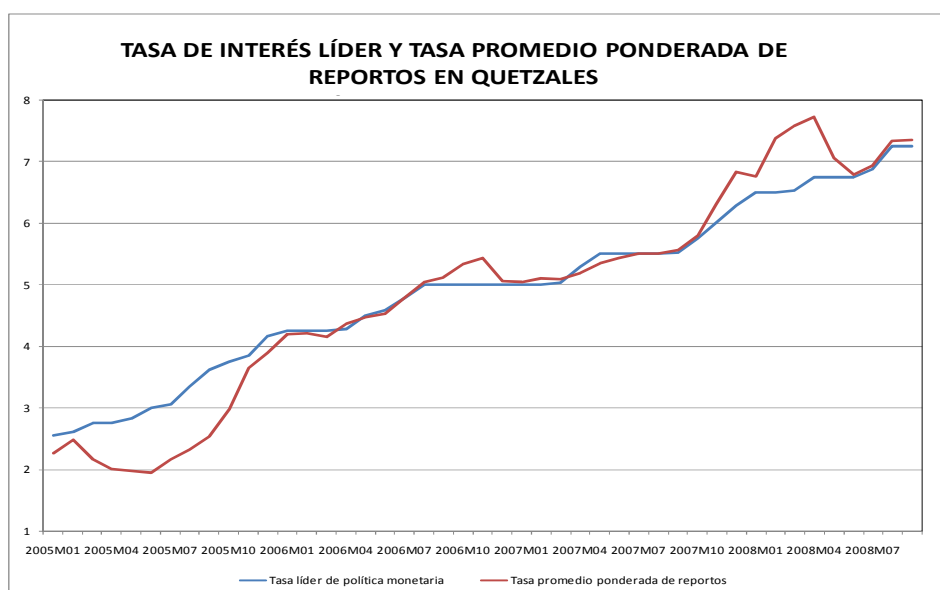
⁵¹ Para apreciar cómo los distintos regímenes monetarios y cambiarios determinan diferencias en los mecanismos de transmisión monetarios de las economías de América Latina y el Caribe, véase Jeanneau, Serge y Camilo Tovar (2007). Structural Change and the Monetary Transmission Mechanism in Latin American and Caribbean Economies - A background note for the BIS Open Economies Meeting. Cartagena de Indias, Colombia, 15 and 16 March 2007.

En el siguiente apartado se trata de analizar la importancia relativa de los principales canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala.

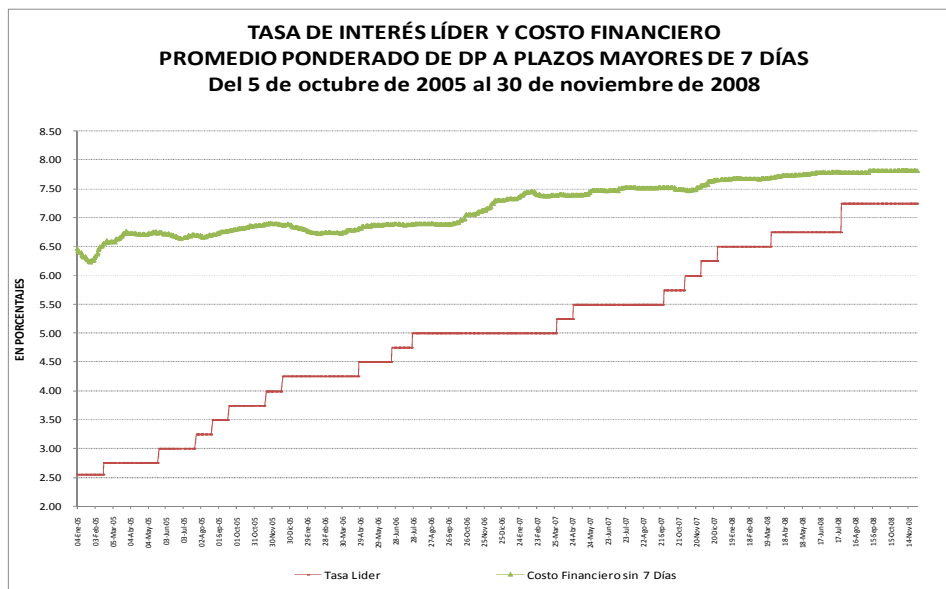
1. Canal de la Tasa de Interés

Este canal opera por medio del impacto que tiene la tasa de interés de política monetaria sobre otras tasas de interés relevantes, las cuales, a su vez, afectan las decisiones de gasto, ahorro e inversión de los agentes económicos. Tales decisiones, por su parte, afectan las condiciones de demanda agregada de la economía y, por esta vía, la trayectoria de la tasa de inflación.

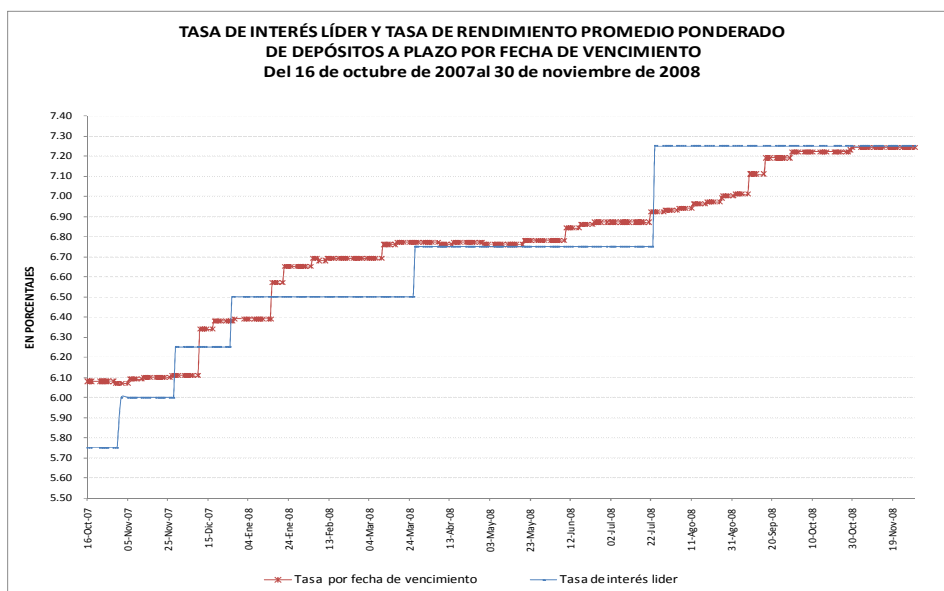
La transmisión de cambios en la tasa de interés líder a la tasa de interés del mercado de reportos es significativa, como puede apreciarse en la gráfica siguiente. Sin embargo, la transmisión hacia otras tasas de interés de mercado es débil.



Por su parte, las tasas de interés de los certificados de depósitos del Banco de Guatemala a plazos mayores que 7 días no siempre reflejan los cambios que se producen en la tasa de interés líder, como se ilustra en la gráfica siguiente.

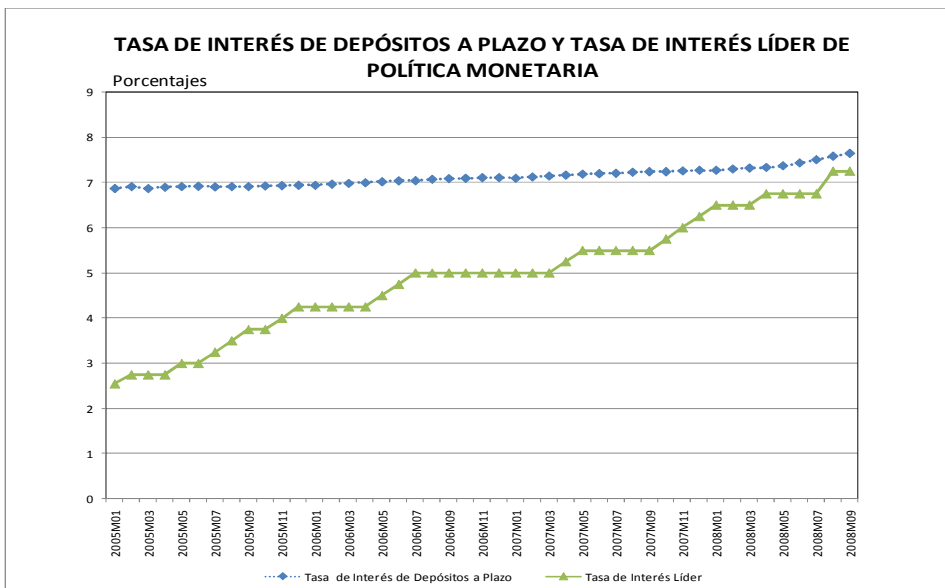
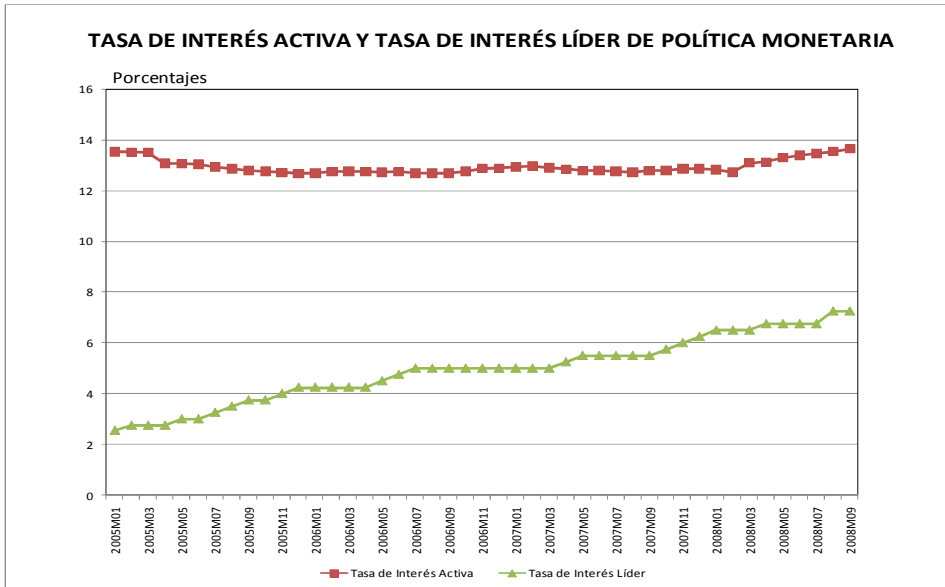


Cabe indicar, sin embargo, que si se analiza el comportamiento de la tasa de interés líder y la tasa de rendimiento promedio ponderado de depósitos a plazo por fecha de vencimiento, la transmisión de los cambios de aquella es más evidente.



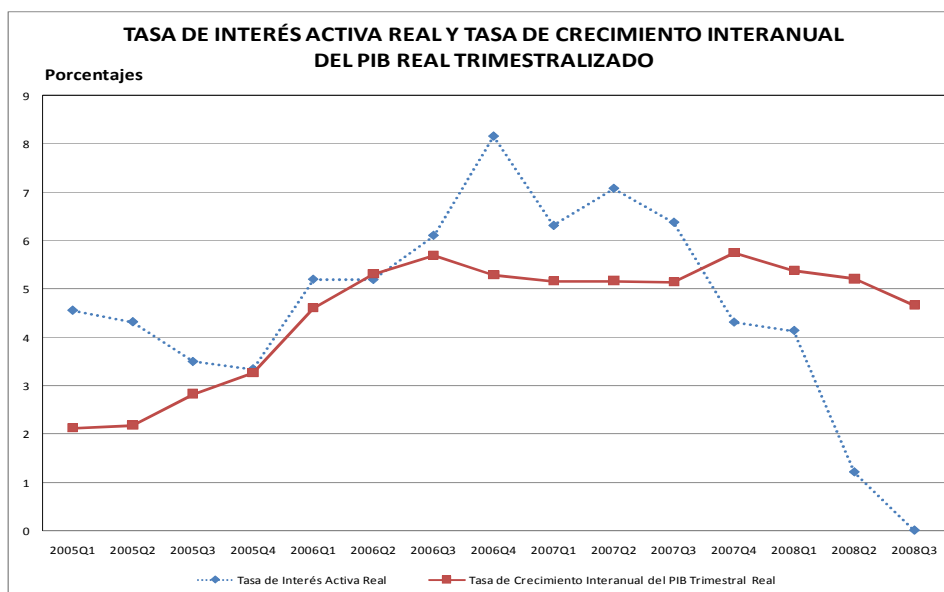
En cuanto al traspaso de cambios en la tasa líder hacia cambios en la tasa de interés activa bancaria promedio, dicho traspaso es bajo con base en los datos históricos, aunque se ha fortalecido en el transcurso de 2008. En cambio, el

traspaso hacia la tasa de interés de depósitos a plazo en el sistema bancario es mayor, como se aprecia en las gráficas y en el cuadro siguiente.



Coeficientes de Correlación de la Tasa de Interés de Depósitos a Plazo y de la Tasa de Interés Activa Bancaria con rezagos de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria		
2008M1 - 2008M09		
Rezagos	Tasa de Interés de Depósitos a Plazo	Tasa de Interés Activa
0	0.9264	0.8519
1	0.5966	0.6903
2	0.1624	0.4197

En relación al efecto de traspaso de cambios en la tasa de interés activa real sobre cambios en la actividad económica real, los resultados no parecen ser congruentes con la teoría económica, como se ilustra en gráfica siguiente.



Sin embargo, al estimar correlaciones dinámicas a partir de 2007, con varias muestras, se encontraron correlaciones negativas para algunos rezagos, que es el resultado teóricamente esperado, aunque los valores de los coeficientes son bajos, tal como se ilustra en el siguiente cuadro.

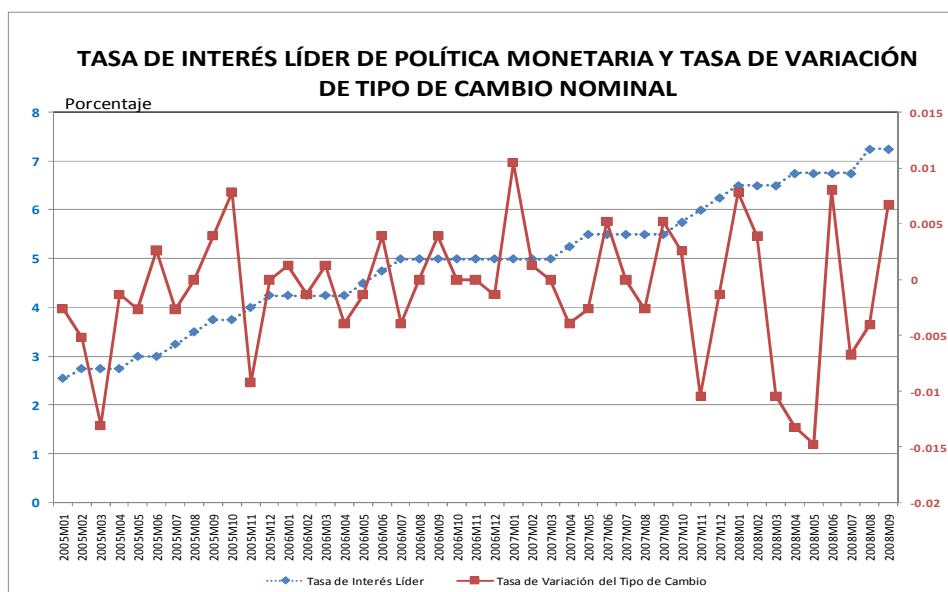


Coefficientes de Correlación entre la Tasa de Crecimiento Interanual del PIB Real Trimestralizado y Rezagos de la Tasa de de Interés Activa Real	
Muestra	Coefficiente
2007Q1-2008Q3 (Rezago 4)	-0.1562
2007Q2-2008Q3 (Rezago 4)	-0.2943
2007Q3-2008Q3 (Rezago 3)	-0.1675
2007Q4-2008Q3 (Rezago 2)	-0.3847

2. Canal del Tipo de Cambio

Los cambios en la tasa de interés de política monetaria afectan el diferencial entre tasas de interés internas y externas, lo cual incide en la determinación del tipo de cambio nominal. Éste, por su parte, es importante para la determinación de la inflación importada (afectando los precios de insumos y de bienes finales importados). Además, afecta al tipo de cambio real y, a su vez, a las exportaciones netas; de esta manera, incide en la demanda agregada y, consiguientemente, en la trayectoria de la tasa de inflación.

En Guatemala, sin embargo, el tipo de cambio nominal es bastante estable, cuando se le compara con los tipos de cambio de otros países con regímenes cambiarios flexibles. Por ese motivo, cambios en la tasa de interés líder no parecen tener efectos apreciables sobre el tipo de cambio o sobre la tasa de variación de éste, como se ilustra en la gráfica siguiente. De hecho, el coeficiente de correlación entre la tasa de interés líder y la tasa de variación del tipo de cambio nominal es 0.13.



De acuerdo con las estimaciones de Carpio y Mendoza,⁵² el efecto del tipo de cambio sobre la inflación en Guatemala es asimétrico y no lineal. En efecto, en el caso de una depreciación cambiaria nominal, el rango del efecto traspaso oscila entre el 11% y el 19%, dependiendo de la magnitud del choque; en el caso de una apreciación nominal, el efecto traspaso varía entre el 1% y el 8%.

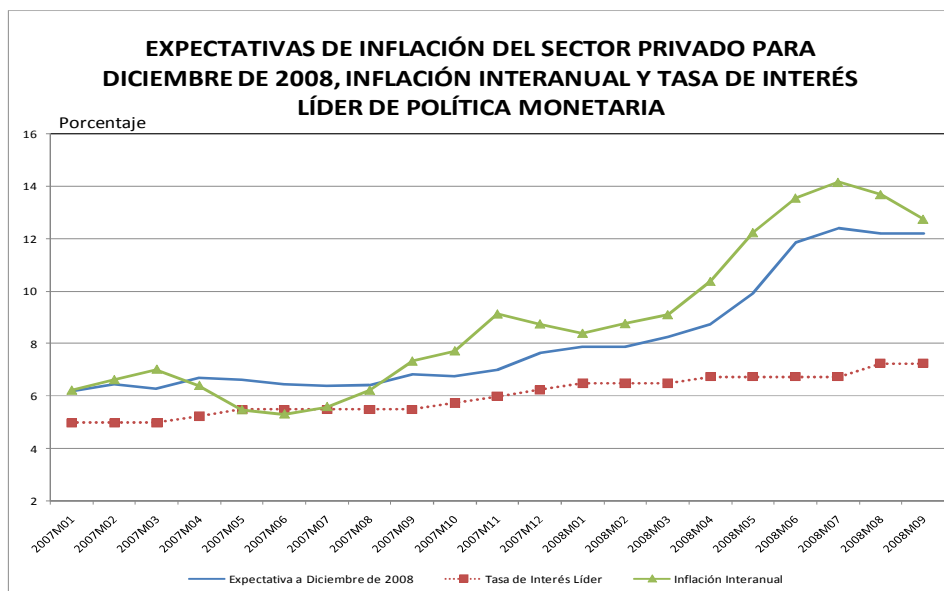
3. Canal de Expectativas

El canal de expectativas se refiere al efecto que tienen los cambios en la tasa de interés de política monetaria sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, a la vez, el efecto de tales expectativas sobre la trayectoria de la tasa de inflación.

En el caso de Guatemala, como puede apreciarse en la siguiente gráfica, las expectativas inflacionarias (medidas por la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados) se explican mejor por el comportamiento de la inflación observada que por el comportamiento de la tasa de interés líder o por la trayectoria de la meta de inflación. Lo anterior parece

⁵² Carpio, Eddy y O. Mendoza (2006). El Pass-Through en Guatemala: Estimación de un Modelo No Lineal". Noviembre.

evidenciar que las expectativas inflacionarias en Guatemala están ancladas en forma débil respecto de las correspondientes metas de inflación.



4. Resumen

La evidencia disponible permite apreciar que la operatoria de los canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala es débil; sin embargo, hay que considerar que la evidencia estadística disponible es poco robusta, debido al período relativamente corto durante el cual se ha aplicado el régimen de metas explícitas de inflación en el país.

Vale puntualizar que se espera que tal operatoria se haga más eficiente en la medida en que: (a) el régimen de metas explícitas de inflación se afiance en el país, (b) las expectativas inflacionarias se anclen en mayor medida con respecto de las metas oficiales de inflación, (c) se avance hacia un mayor grado de flexibilización cambiaria, (d) se afinen los procedimientos operativos de la política monetaria y (e) se desarrolle el mercado secundario de valores.



B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

Durante 2008 se efectuaron varias modificaciones en la implementación del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), con el propósito de mejorar la calidad de los resultados de sus corrimientos. Entre tales modificaciones, cabe destacar las siguientes:

- a) Incorporación del análisis del crédito bancario al sector privado y de las variables fiscales en la determinación de la brecha del producto.
- b) Trimestralización de la serie anual del PIB, ajustada con base en el comportamiento del IMAE, para la determinación de la brecha del producto⁵³.
- c) Revisión de los parámetros de suavizamiento del filtro Hodrick-Prescott utilizado para separar los componentes de ciclo y de tendencia de varias variables.
- d) Revisión de la medición de inflación externa, utilizando el promedio ponderado de la inflación de los países incluidos en el Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real, en vez de utilizar únicamente la inflación de los Estados Unidos de América.

Adicionalmente, se ha avanzado en el trabajo de modificar la especificación y la calibración del MMS con el objetivo de que incorpore explícitamente el efecto traspaso del tipo de cambio, la inflación importada y el efecto de los impulsos fiscales. Estas últimas modificaciones serían incorporadas en el transcurso de 2009.

⁵³ Anteriormente, la brecha del producto se calculaba utilizando únicamente datos provenientes del IMAE, debido a que los datos del PIB sólo se han generado con frecuencia anual. Por otro lado, se tiene previsto utilizar directamente el PIB trimestral para la determinación de la referida brecha, en cuanto la serie de PIB trimestral esté disponible.



C. MODELO MACRECONÓMICO ESTRUCTURAL

1. Antecedentes

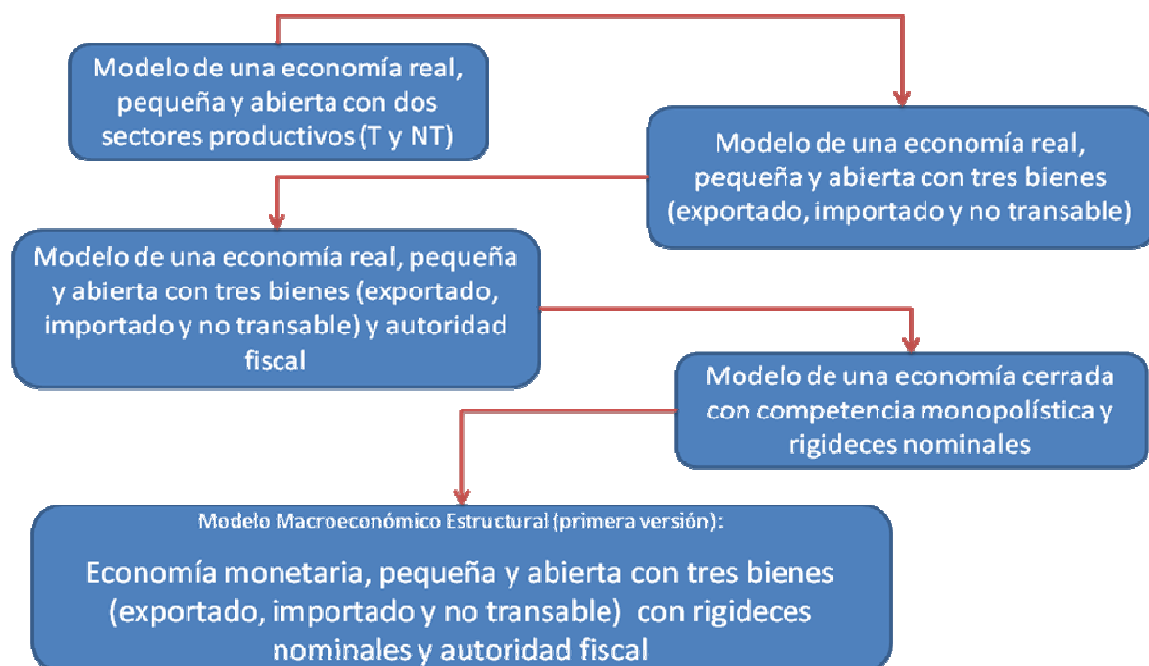
El interés de implementar un modelo estructural en el Banco de Guatemala encuentra su justificación, por un lado, en las ventajas que un modelo estructural tiene sobre los modelos econométricos o modelos de forma reducida. De hecho, la principal ventaja de los modelos estructurales consiste en que permiten modelar características propias de las preferencias, la tecnología y las instituciones, de los sectores real y financiero de una economía, que son invariables ante cambios en las políticas públicas; por tanto, proveen predicciones que toman en cuenta el hecho de que los agentes económicos pueden reaccionar de manera distinta ante un mismo impulso cuando varían las reglas que rigen la política pública en cuestión.

Por otro lado, con el modelo estructural se espera conocer en detalle los procesos de optimización⁵⁴ que lleva a cabo cada agente representativo en la economía artificial y facilitar de esta manera la comprensión de los resultados del modelo. También existe el interés de que el diseño del modelo incluya los mecanismos de transmisión de la política monetaria que operan en la economía guatemalteca, a juicio de las autoridades monetarias y de los técnicos del Banco de Guatemala, y se espera que su diseño sea flexible y en bloques, para experimentar con distintas especificaciones y calibraciones que permitan evaluar la operación de los canales de transmisión (o de distintas concepciones sobre tales canales).

Para lograr el desarrollo del modelo macroeconómico estructural se ha planteado una agenda de investigación que involucra la implementación de cinco modelos de equilibrio general dinámico. A continuación se presenta, en síntesis, el contenido de la mencionada agenda de investigación: Modelo 1: Economía real, pequeña y abierta, con dos sectores productivos (Transable y No Transable). Modelo 2: Economía real, pequeña y abierta, con tres bienes (exportado, importado y no transable). Modelo 3: Economía real, pequeña y abierta, con tres

⁵⁴ Maximización restringida de la utilidad de los consumidores y de las ganancias de las firmas.

bienes (exportado, importado y no transable) y con autoridad fiscal. Modelo 4: Economía monetaria, cerrada, con competencia monopolística y rigideces nominales. Modelo 5: Modelo Macroeconómico Estructural (MME) (primera versión): Economía monetaria, pequeña y abierta, con tres bienes (exportado, importado y no transable), con rigideces nominales y autoridad fiscal. Esta secuencia de modelos se ilustra en el diagrama siguiente.



Esta agenda de investigación parte de modelos simples, con los cuales se pretende generar el conocimiento experto sobre el planteamiento, solución y la calibración/estimación de este tipo de modelos. También se espera mejorar la comprensión de los fenómenos económicos, especialmente de los canales de transmisión por medio de los cuales opera la política monetaria en Guatemala. Los modelos que se han resuelto hasta ahora corresponden a una economía real, pequeña y abierta; aún no se han introducido los efectos de las finanzas públicas y de las rigideces nominales. La intención es construir gradualmente, sobre la base de estos modelos de economía real, un modelo monetario que sea útil para



evaluar los efectos de políticas monetarias alternativas y, en algún momento, que sea capaz de generar pronósticos de inflación.

2. Algunas Reflexiones

A pesar de que solamente se han dado los primeros pasos de la agenda de investigación, la estrategia de avanzar sobre la base de modelos simples, los cuales van creciendo en complejidad y cobertura, ha brindado los primeros frutos. Se ha aprendido la necesidad de diseñar los modelos teniendo en cuenta las limitantes de información que existen en Guatemala, en lugar de diseñar modelos elegantes pero que no es posible estimarlos y/o calibrarlos para la economía guatemalteca.

La agenda de investigación sobre modelos de equilibrio general debe ser una agenda de investigación de largo plazo. La implementación de este tipo de modelos requiere tiempo y recursos humanos y computacionales especializados, pero cada paso que se avanza deja mucho aprendizaje sobre algunos hechos estilizados y sobre el funcionamiento de la economía, en las dimensiones que se incluyen en el modelo.

Respecto a los principales retos que se vislumbran dentro de esta línea de investigación, para el corto plazo se tiene la caracterización del sector público y los efectos de la política fiscal en Guatemala. Esta sería la dirección en la que se pretende avanzar en el tercer modelo de la agenda planteada. Para este nuevo modelo, se debe decidir la mejor forma de incluir el sector fiscal, de manera que caracterice correctamente la conducción de la política fiscal en Guatemala y, al mismo tiempo, evite los problemas típicos de incluir impuestos y una autoridad fiscal en un modelo de equilibrio general. En un horizonte de tiempo más largo, es necesario identificar y medir correctamente, para la economía guatemalteca, los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto con la finalidad de implementar dichos mecanismos de la mejor manera dentro de la primera versión del modelo estructural.



D. MERCADO SECUNDARIO

1. Estrategia para desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, la Junta Monetaria instruyó al Banco de Guatemala continuar con los esfuerzos para diseñar una estrategia de mediano plazo que permita desarrollar, profundizar y fortalecer el mercado secundario de valores, con el apoyo de organismos financieros internacionales.

Con el propósito de atender el mandato de la Junta Monetaria, se solicitó al FMI asistencia técnica a efecto de identificar los principales obstáculos al desarrollo de dicho mercado y diseñar una estrategia orientada a superar los mismos.

Dentro de ese contexto, una misión del FMI visitó Guatemala y como resultado de dicha visita, elaboró el documento “Una estrategia para desarrollar los mercados de deuda pública”, el cual define el marco para el continuo desarrollo del mercado primario y las bases para el establecimiento de un mercado secundario profundo y líquido. El documento indica que las acciones que se realicen para el desarrollo del mercado secundario deben ser dirigidas conjuntamente por el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicas, en coordinación con otros actores del mercado.

Entre las principales recomendaciones formuladas, para el caso del Banco de Guatemala, por el FMI están:

- a. Emitir únicamente títulos desmaterializados;
- b. Reducir gradualmente el número de subastas/licitaciones; y,
- c. Permitir la participación de todos los inversionistas en cada subasta/licitación.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala realizó las acciones siguientes:

- a. En cuanto a la desmaterialización de instrumentos financieros, durante 2008, la totalidad de las captaciones de depósitos a plazo de 7 días se realizó en forma desmaterializada. Por su parte, la captación de



depósitos a plazos mayores a 7 días, de conformidad con el Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional, a ser constituidos en el Banco de Guatemala, a solicitud de los depositantes, éstos pueden quedar registrados en custodia o expedirse físicamente.

- b. Con relación a reducir gradualmente el número de subastas/licitaciones, a partir de mayo, se redujo de dos veces por semana a una vez por semana el número de subastas/licitaciones que se realizan con entidades del sector público, con instituciones del sector financiero y personas individuales y jurídicas.
- c. En cuanto a permitir la participación de todos los inversionistas, se unificaron en un solo evento la subasta y la licitación, lo que permitió ampliar la participación de todos los postores al evento que se realiza los lunes de cada semana.

Por otra parte, la Junta Monetaria, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada para 2008, considerando que un elemento importante en el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores lo constituye la información y la transparencia con la que se realizan las operaciones en dicho mercado, instruyó a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen al Banco de Guatemala acerca de las características financieras de las operaciones que realicen con depósitos a plazo y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala o con los certificados representativos de tales bonos, en el mercado bursátil y extrabursátil, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

En ese contexto, el Banco de Guatemala, para hacer operativa la instrucción de la Junta Monetaria, solicitó a los bancos del sistema y a las sociedades financieras que a partir del 1 de febrero de 2008 reportaran todas sus operaciones con Depósitos a Plazo y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala o con los certificados representativos de tales bonos, que realicen en los mercados bursátil y extrabursátil, tanto en moneda nacional como en moneda



extranjera, para proceder a su consolidación y publicación. En consecuencia, el Banco de Guatemala, a partir de la fecha indicada, publica en su sitio de Internet la información consolidada de las operaciones de reporto y de las de compra-venta definitiva de los referidos instrumentos financieros en los mercados indicados.

De manera adicional, con el propósito de mejorar el canal de transmisión por medio de la tasa de interés líder de política monetaria y de fortalecer el mercado de títulos valores, a partir del 12 de mayo de 2008 el Banco de Guatemala dispuso que se realicen captaciones de depósitos a plazo con el sector privado no financiero, al plazo de 7 días, por medio del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima.

Entre las recomendaciones formuladas por el FMI al Ministerio de Finanzas Públicas, destacan las siguientes:

- a. Desarrollar mecanismos de comunicación coordinada con el Banco de Guatemala y otros participantes del mercado de valores;
- b. Estandarizar las emisiones y crear *benchmarks*, establecer un monto máximo de bonos a ser vendidos en cada subasta, mantener presencia en el mercado durante el mayor tiempo posible del año;
- c. Realizar las liquidaciones de transacciones en T + 0 (el mismo día) o en T + 1 (al día siguiente);
- d. Recapitalizar al Banco de Guatemala con instrumentos estandarizados negociables en el mercado;
- e. Consolidar, completar y publicar las reglas de emisión de bonos del tesoro;
- f. Reducir gradualmente el número de subastas/licitaciones;
- g. Permitir la participación de todos los inversionistas en cada subasta.

En el contexto descrito, el Ministerio de Finanzas Públicas realizó las acciones siguientes:




- a. El Ministerio de Finanzas Públicas y el Banco de Guatemala han venido coordinando esfuerzos con el propósito de implementar las recomendaciones del FMI.
- b. En lo que se refiere a la estandarización de las emisiones, lo cual implica la emisión de títulos desmaterializados, el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado aprobado por el Congreso de la República de Guatemala para el ejercicio fiscal 2009, incorpora la posibilidad de respaldar los bonos del tesoro con certibonos registrados electrónicamente en custodia en el Banco de Guatemala y que éste lleve registro y control de los cambios de titularidad de dichos títulos.
- c. Respecto a la reducción gradual del número de subastas/licitaciones, a partir de septiembre de 2008, se redujo el número de dos veces por semana a una vez por semana, los días martes. Vale indicar que ambos eventos se realizan el mismo día y a la misma hora, complementándose de tal forma que se permite la participación de todos los inversionistas.
- d. Por su parte, en lo referente a que las liquidaciones de transacciones se realicen en T + 0 (el mismo día) o en T + 1 (al día siguiente), a partir de septiembre, ambos eventos se liquidan en T+1 (anteriormente la liquidación de las subastas se realizaba en T + 2).
- e. Dentro del marco de fortalecimiento de la normativa relativa a la emisión, negociación y colocación de títulos valores emitidos por el MFP, se elaboraron los proyectos de normativa siguiente:
 - Reglamento para la Emisión, Negociación, Colocación y Pago del Servicio de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala;
 - Reglamento para la Emisión, Negociación, Colocación y Pago del Servicio de las Letras de Tesorería;




- Normas para la Licitación Pública de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y de Letras de Tesorería, por medio de las Bolsas de Comercio Autorizadas para Operar en el País; y,
- Normas para la Subasta de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala y de Letras de Tesorería, por medio del Banco de Guatemala, en su calidad de Agente Financiero.




Atentamente,



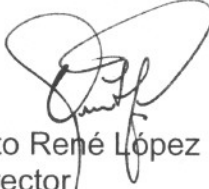
Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



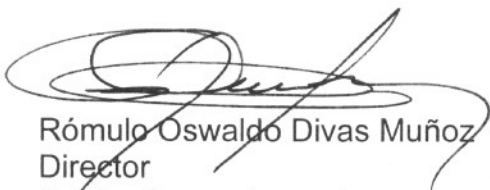
Juan Carlos Castañeda F.
Director
Depto. Investigaciones Económicas




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



Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas



Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria



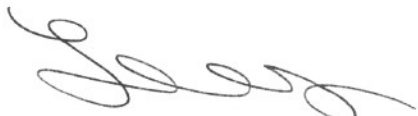
Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Internacional




Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica



Sergio F. Recinos Rivera
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador



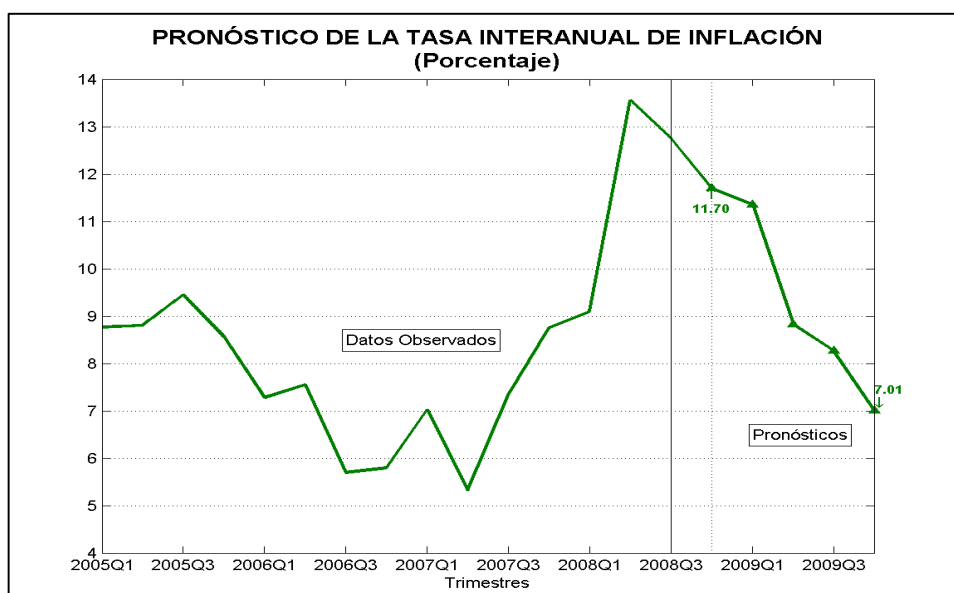
ANEXO

ANEXO

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

A. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO

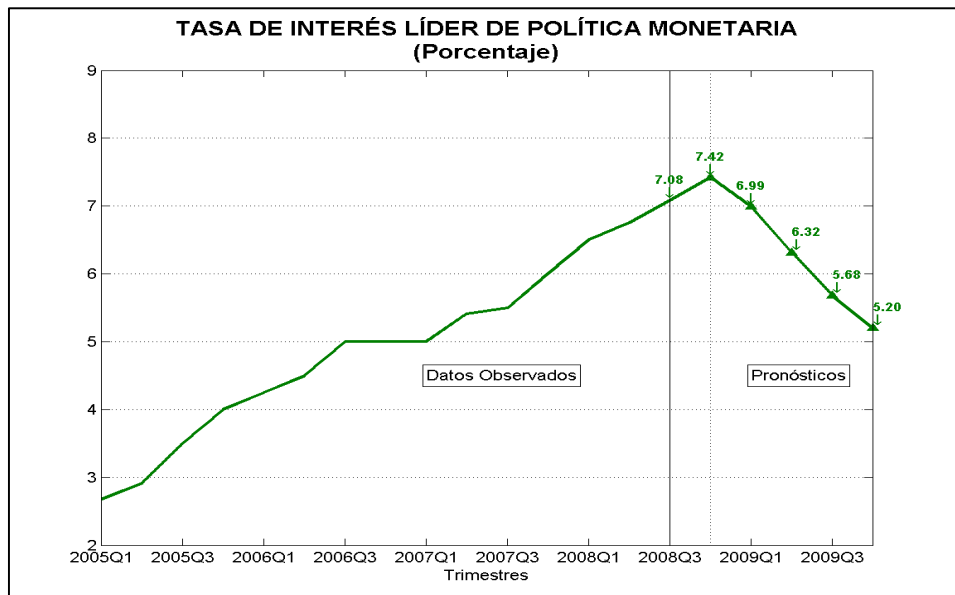
En noviembre de 2008 se llevó a cabo el cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a dicho año, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación,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



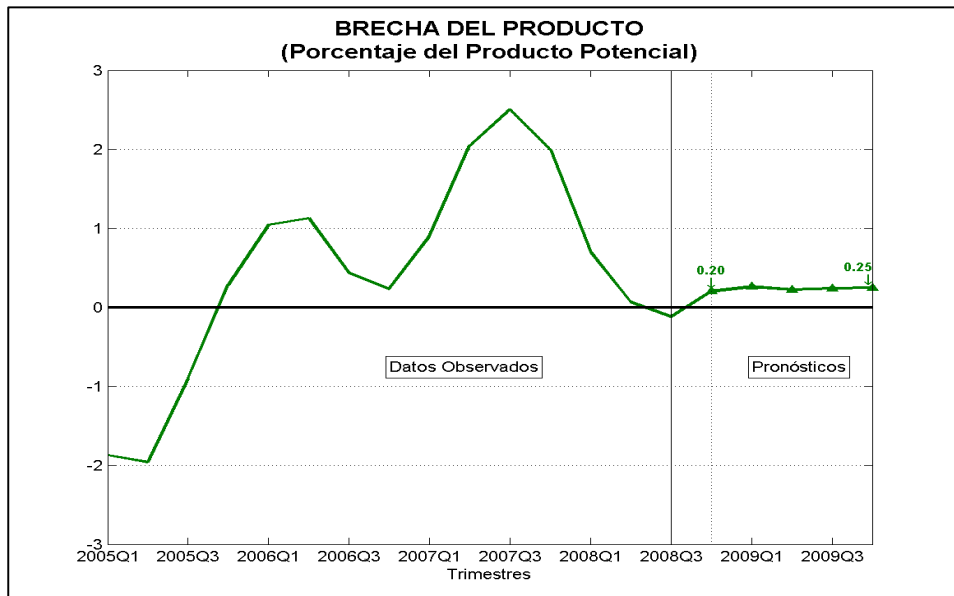
Como puede apreciarse en la gráfica anterior, según el pronóstico del cuarto corrimiento de 2008, para el cuarto trimestre de 2008 se espera que la inflación interanual se sitúe en 11.70%, mientras que para el cuarto trimestre de 2009 se espera que dicha variable se sitúe en 7.01%. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos⁵⁵.

⁵⁵ El modelo está calibrado de manera que en el largo plazo converja a una tasa de inflación de 3% anual.

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

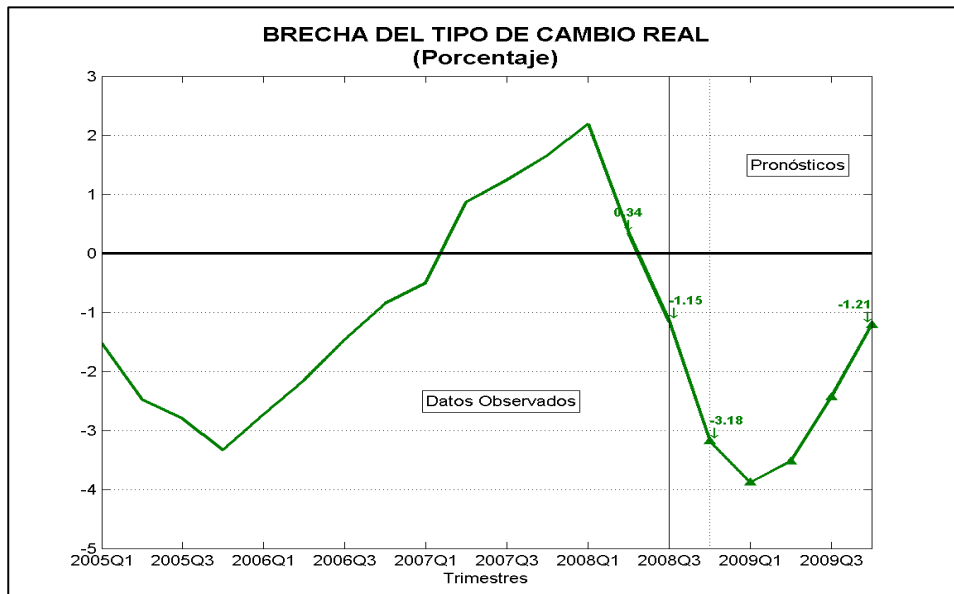


El valor promedio observado de la tasa de interés líder de la política monetaria registrado en el tercer trimestre de 2008 fue de 7.08%, mientras que para el cuarto trimestre de 2008, de acuerdo con el cuarto corrimiento del MMS en 2008, dicha tasa de interés se situaría en promedio trimestral de 7.42%. A partir del primer trimestre de 2009 se iniciaría una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en 6.99% en dicho trimestre y luego tomando valores de 6.32%, 5.68% y 5.20%, en los últimos tres trimestres de 2009, en su orden.



En relación con la actividad económica real, como se aprecia en la gráfica anterior, la brecha del producto⁵⁶ fue positiva y creciente en los tres primeros trimestres de 2007; luego, en el cuarto trimestre del mismo año y en el primero y segundo de 2008 fue positiva, pero decreciente. Según el pronóstico, dicha brecha pasó a ser levemente negativa en el tercer trimestre de 2008, mientras que a partir del cuarto trimestre de 2008 la brecha sería ligeramente positiva y básicamente estable hasta el cuarto trimestre de 2009. Eventualmente, en el largo plazo, convergería a su nivel estacionario (cero).

⁵⁶ La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial; este último se define como el nivel de producto interno bruto que no genera presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.



La trayectoria de la brecha del tipo de cambio real⁵⁷ consistente con los pronósticos reportados se aprecia en la gráfica anterior. La brecha del tipo de cambio real fue positiva en el segundo trimestre de 2008 (0.34%). Luego, la brecha se vuelve negativa a partir del tercer trimestre de 2008 (-1.15%). Según el pronóstico, la brecha continuaría negativa durante todo el horizonte de pronóstico, para luego tender a converger a cero (valor estacionario) en el largo plazo.

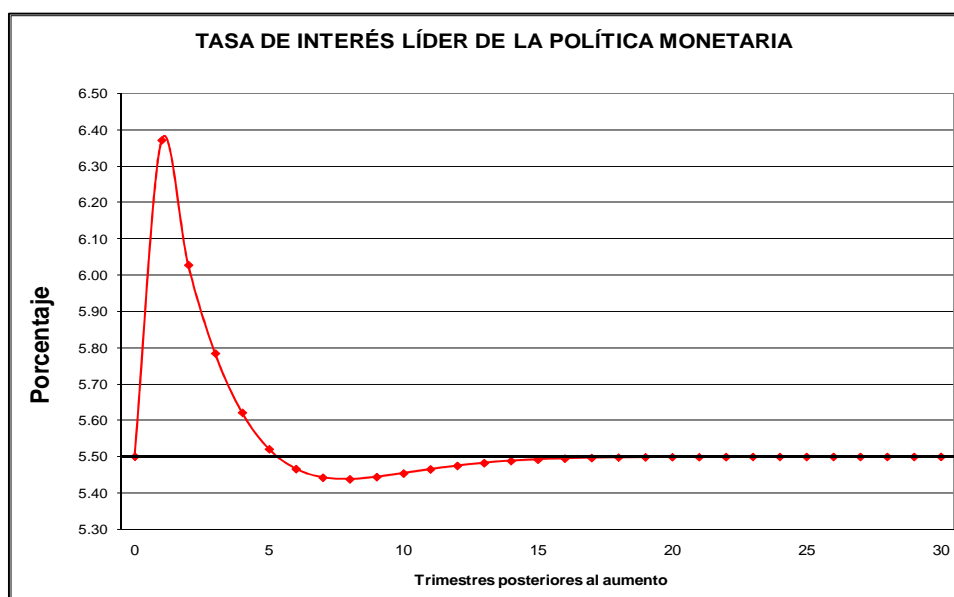
B. EFECTO EN LA INFLACIÓN Y EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO COMO RESULTADO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

El efecto generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de la política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se puede medir por medio del análisis de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente en estado estacionario; es decir, en sus niveles de equilibrio de largo plazo. Posteriormente, se simula un incremento (choque) en la variable de análisis y el modelo cuantifica el efecto que dicho incremento tiene sobre las otras variables, a lo largo de un período determinado. Por tanto, es posible cuantificar el efecto total del choque

⁵⁷ La brecha del tipo de cambio real se define como la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el valor tendencial (o valor de equilibrio) de dicha variable, medida como porcentaje del tipo de cambio real tendencial o de equilibrio.

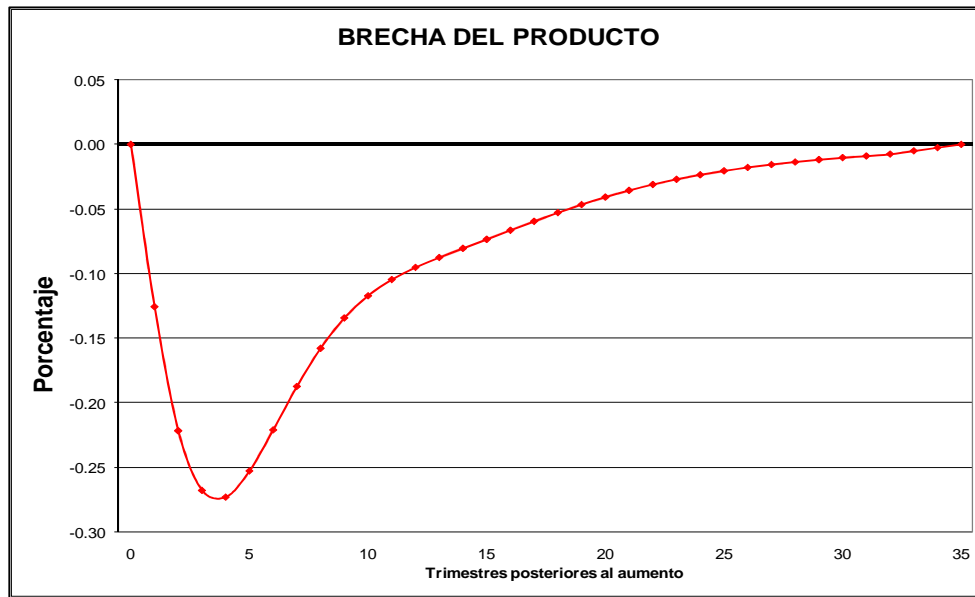
sobre cada variable, haciendo abstracción de los efectos que pudieran derivarse de choques en otras variables del modelo. Cabe indicar, además, que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las variables del modelo convergen a su valor de estado estacionario.

La gráfica siguiente ilustra el efecto de un choque de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria, así como la dinámica de dicha variable luego del referido choque. El valor de estado estacionario⁵⁸ de esta variable es de 5.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de aproximadamente quince trimestres, luego del citado choque. Sin embargo, la tasa de interés líder retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo cinco trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del sexto trimestre, la tasa de interés decrece levemente por debajo de dicho nivel y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 5.5%.

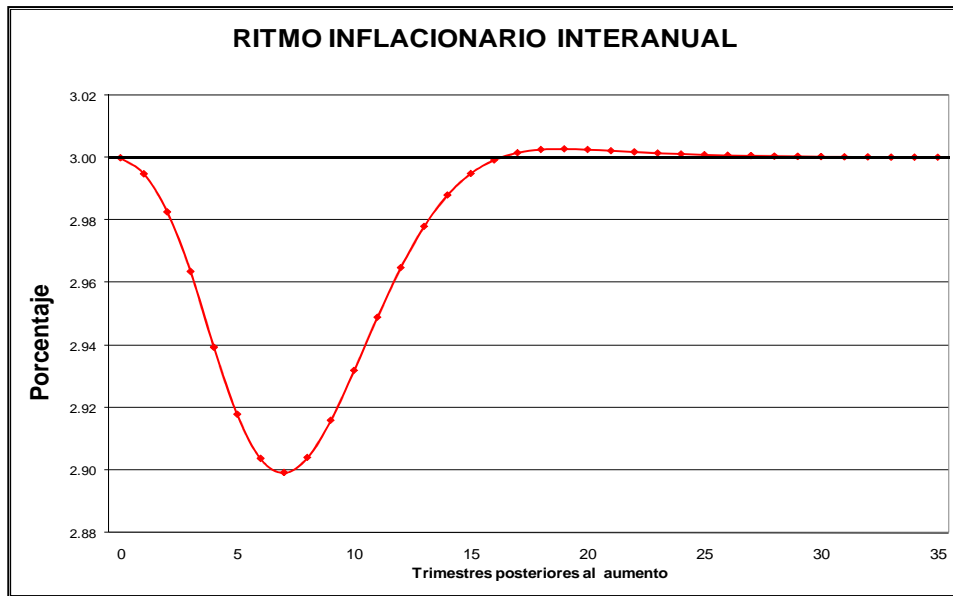


⁵⁸ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en el que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas en el modelo.

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



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



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