

**BANCO DE GUATEMALA  
DICTAMEN CT-5/2009**



**PROPUESTA DE POLÍTICA  
MONETARIA, CAMBIARIA Y  
CREDITICIA PARA 2010**

**GUATEMALA, DICIEMBRE 2009**



## ÍNDICE

### PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

I.	CONDICIONANTES DEL ENTORNO EXTERNO	1
A.	DE LA ECONOMÍA MUNDIAL	1
1.	Crecimiento económico y principales indicadores	1
2.	Inflación	4
B.	RIESGOS DEL ENTORNO INTERNACIONAL	8
II.	CONDICIONANTES DEL ENTORNO INTERNO	10
A.	LOS ESCENARIOS DE LA POLÍTICA FISCAL	10
1.	Escenario Uno	10
2.	Escenario Dos	10
3.	Escenario Tres	10
a)	Opción 1	11
b)	Opción 2	12
B.	EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES ECONÓMICOS	13
C.	LAS PROYECCIONES Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	14
1.	Proyección econométrica de inflación para 2010	14
2.	Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	14
III.	PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010	19
A.	OBJETIVO FUNDAMENTAL	19
B.	META DE POLÍTICA	19
1.	Propósito de la meta de inflación	19
2.	La meta de inflación en 2009	20
3.	Propuesta de meta de inflación	20
4.	Características de la meta de inflación propuesta	21
a)	Meta puntual y margen de tolerancia	21
b)	Valor central de la meta de inflación	21
c)	Amplitud del margen de tolerancia	21
d)	Horizonte de la meta	22
C.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	23
1.	Ritmo inflacionario total proyectado	23
2.	Ritmo inflacionario subyacente proyectado	23
3.	Tasa de interés parámetro	24

4.	Expectativas de inflación al panel de analistas privados	25
5.	Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	25
6.	Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	26
D.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	28
E.	VARIABLES DE SEGUIMIENTO	30
1.	Emisión monetaria	30
2.	Base monetaria amplia	31
3.	Medios de pago	33
4.	Crédito bancario al sector privado	34
F.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	35
1.	Enfoque en el objetivo fundamental	35
2.	El uso de operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación	35
3.	Flexibilidad cambiaria	36
G.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	36
1.	Mercado monetario	36
a)	Tasa de interés líder de política monetaria	36
b)	Operaciones de estabilización monetaria	37
c)	Medidas para 2010	38
i)	Encaje bancario	38
ii)	Prestamista de última instancia	38
iii)	Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año	38
iv)	Operaciones de inyección de liquidez por medio de la MEBD	39
v)	Operaciones de mercado abierto	39
2.	Mercado cambiario	39
a)	Regla de participación	39
b)	Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América	39

H.	MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	40
1.	Continuar con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores	40
2.	Mercado de divisas a plazo	40
a)	Contratos <i>forward</i> de divisas	40
3.	Coordinación con la política fiscal	41
4.	Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	42
IV.	RECOMENDACIÓN	43
	ANEXOS	
	ANEXO 1 PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2010	46
	ANEXO 2 AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	59
	APÉNDICE ESTADÍSTICO	64

# PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

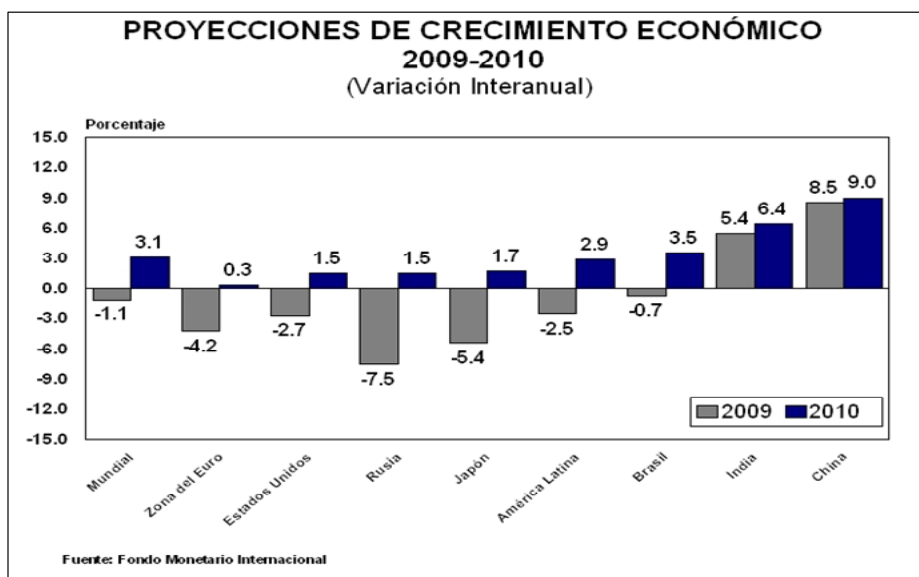
## I. CONDICIONANTES DEL ENTORNO EXTERNO

### A. DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

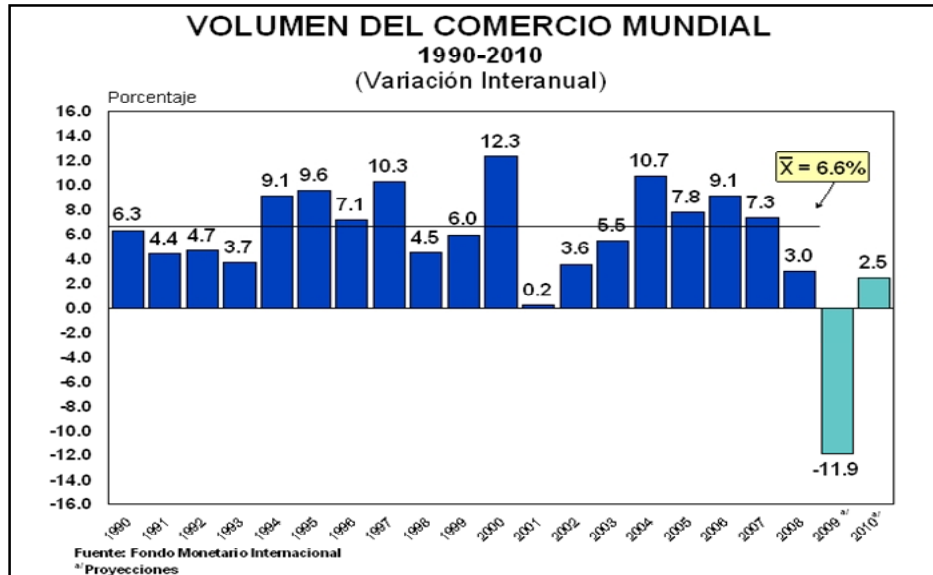
#### 1. Crecimiento económico y principales indicadores

La crisis financiera que se generó en los Estados Unidos de América y que posteriormente se convirtió en una recesión a nivel mundial, sin precedentes en la historia económica reciente, ha comenzado a evidenciar señales de recuperación. En efecto, a partir del segundo trimestre de 2009, la mayor parte de países, tanto desarrollados como en desarrollo, detuvieron el deterioro y, durante el tercer trimestre, 13 de las 15 economías más grandes del mundo evidenciaron crecimientos positivos en su actividad económica.

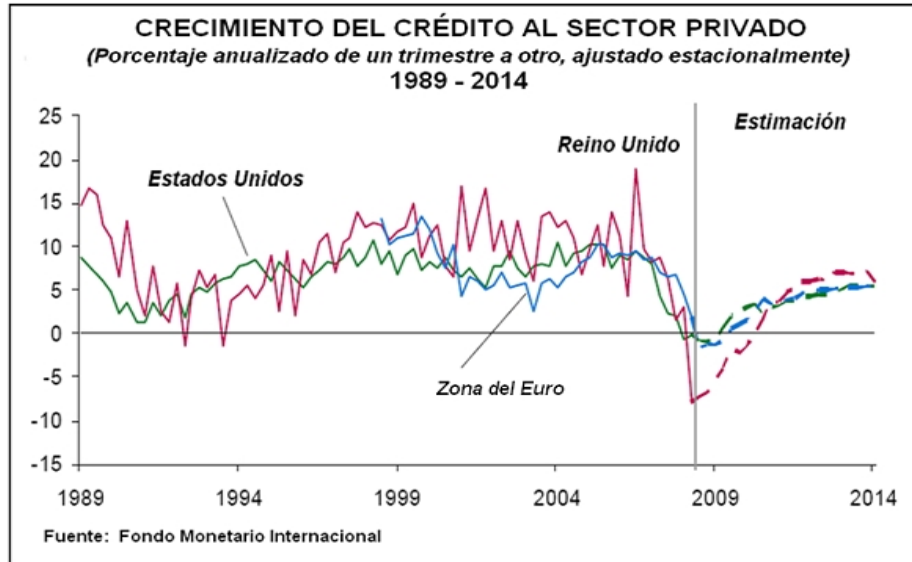
De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2010 las proyecciones sobre el comportamiento de la economía mundial son alentadoras respecto de 2009. Sobre el particular, el FMI prevé que el ritmo de crecimiento económico mundial para 2010 será de 3.1%, superior al esperado para 2009 (-1.1%). Una perspectiva similar se observa tanto para las economías avanzadas como en desarrollo, para las que se proyectan variaciones positivas en su actividad económica para 2010, resaltando los casos de la República Popular China y de India, las cuales continuarán mostrando crecimientos superiores al 5.0%.



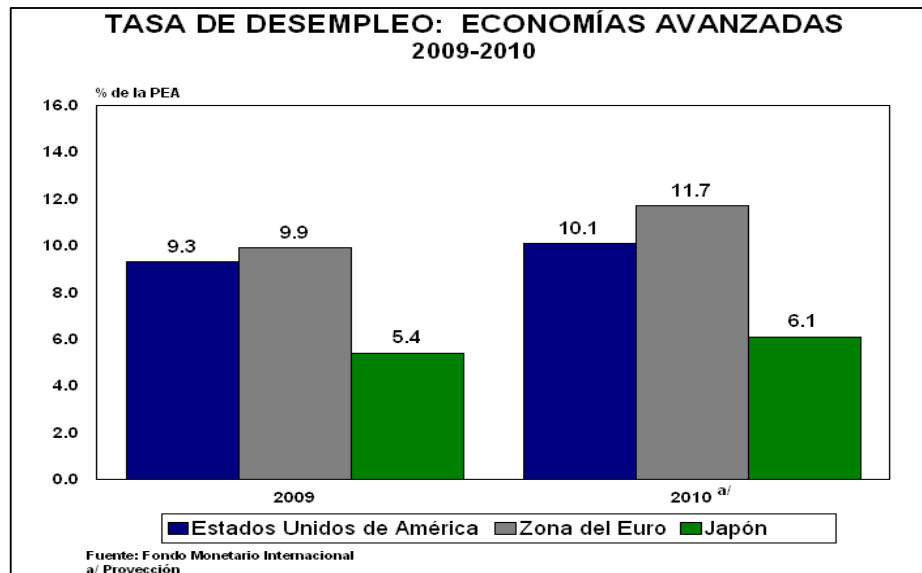
La mejora en las proyecciones de crecimiento económico se ha venido confirmando con la tendencia de algunos indicadores económicos y financieros que hacen prever una recuperación de la actividad económica para 2010, aunque lenta y dispar. En este sentido, las estimaciones de comercio mundial previstas para el próximo año indican que el volumen de comercio mundial crecería 2.5%, por debajo del promedio observado durante el período 1990-2008, que ha sido de 6.6%.



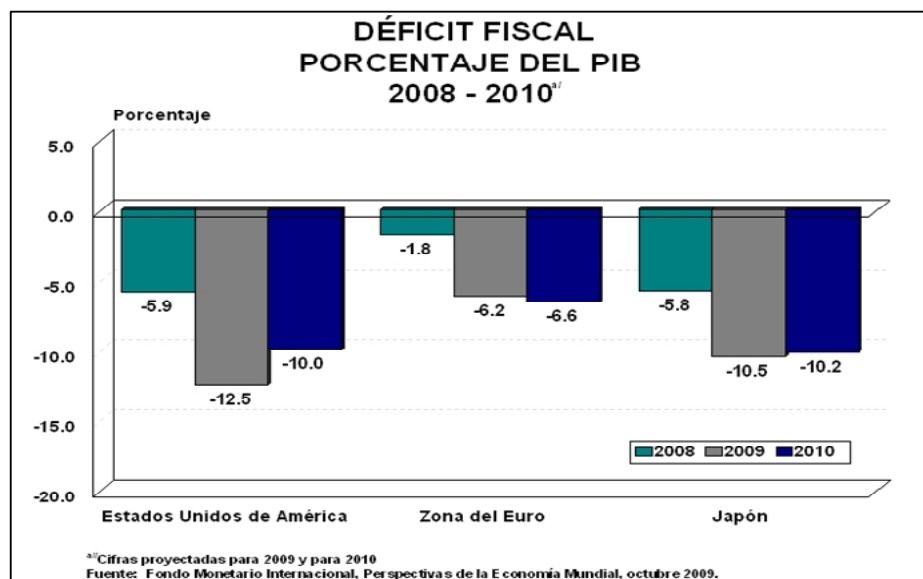
Cabe puntualizar que la recuperación de la actividad económica mundial proyectada para el próximo año continúa siendo débil, en un entorno en el que prevalecen riesgos, especialmente en cuanto a la sostenibilidad. De acuerdo con el FMI, si bien las condiciones de los mercados financieros han mejorado, éstas distan mucho de ser normales. En efecto, el canal crediticio continúa sin reactivarse y se estima que las condiciones crediticias podrían continuar siendo restringidas en las principales economías, debido, principalmente, al deterioro que presentan los balances de diversas instituciones financieras, los cuales de acuerdo con estimaciones del FMI, aún tienen pendiente de absorber un monto de pérdidas similar al registrado. Asimismo, aún se observan, principalmente, en las economías avanzadas, bajos niveles de capitalización y un continuo incremento de la morosidad, por lo que no se prevé una fuerte recuperación del crédito en el corto plazo, lo que podría convertirse en una limitante a la inversión.



Por su parte, el desempleo a nivel mundial continuará elevado durante 2010, aspecto que repercutirá negativamente en el consumo de las familias. En efecto, se prevé que la creación de empleos sea lenta y poco vigorosa, debido a que las empresas tardarán un tiempo en volver a contratar trabajadores. En este inicio de la fase de recuperación del ciclo económico, las empresas tienen margen para aumentar las horas de trabajo de su actual planilla, las cuales disminuyeron considerablemente durante la crisis. De conformidad con estimaciones del FMI, la tasa de desempleo, tanto para los Estados Unidos de América como para la Zona del Euro alcanzaría un nivel de dos dígitos en 2010.



El FMI estima que, dado el escenario previsto, aún es demasiado prematuro para empezar a retirar los estímulos de política fiscal, principalmente los subsidios. De acuerdo con dicho organismo, el proceso de reversión debería esperar hasta que se logre una recuperación sostenida de la demanda privada y una estabilidad financiera firme. En efecto, una estrategia de salida prematura podría detener la recuperación económica; mientras que una estrategia de salida tardía pondría en riesgo la estabilidad fiscal en detrimento de la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, considerando que el ritmo de recuperación económica varía de un país a otro, las estrategias de salida deberán ser distintas, pero el objetivo prioritario debería enfocarse en los planes de consolidación fiscal, especialmente en las economías avanzadas, las cuales mantienen altos déficits fiscales, derivados de las fuertes políticas anticíclicas implementadas durante la crisis.

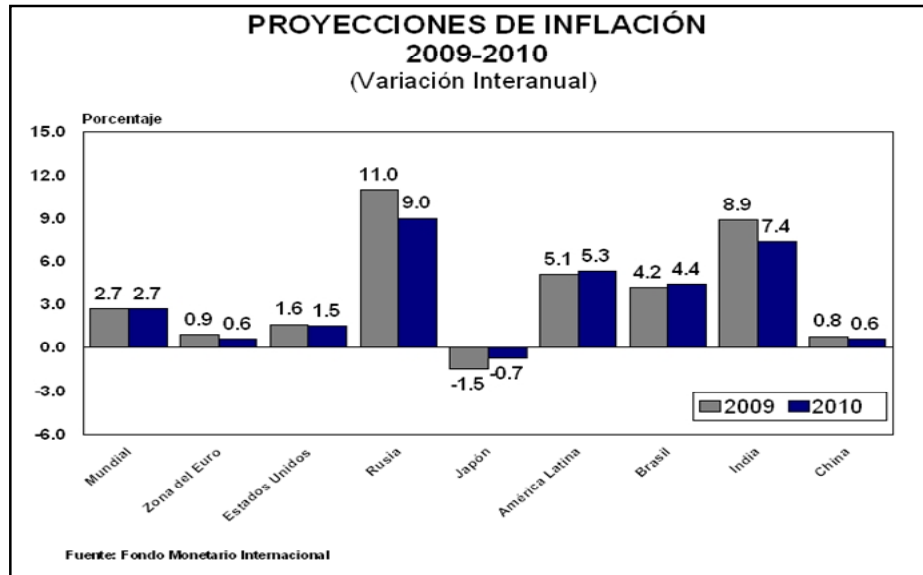


## 2. Inflación

De acuerdo con el FMI, el ritmo gradual de recuperación económica apunta a un prologando período de inflación en niveles bajos y a una ligera deflación para algunas economías, en particular para la economía japonesa. Asimismo, debido a la considerable reducción de la producción observada con respecto a su nivel potencial, principalmente en las economías avanzadas, el FMI proyecta que la inflación para dichas economías se ubicará en alrededor del 1.0% en 2010; mientras que para América Latina se prevé que se ubique en 5.3%, ligeramente superior a la estimada para 2009, lo cual estaría asociado, en parte, al aumento previsto de los precios de las materias primas, aspecto que impactaría, en mayor magnitud, a los países importadores netos.

Por su parte, para las economías del bloque BRIC (Brasil, Rusia, India y República Popular China) se estima que la inflación en 2010 se mantendrá en niveles de un dígito.





En la mayoría de países, dado que los riesgos inflacionarios se mantuvieron contenidos en 2009, las autoridades monetarias aplicaron políticas expansivas. Dichas políticas monetarias incluyeron tanto recortes a las tasas de interés de política, hasta un nivel excepcionalmente bajo a fin de combatir la recesión, como intervenciones en los mercados de crédito y de activos para mejorar las condiciones de solvencia y de liquidez de las instituciones financieras. En ese sentido, el FMI estima que dado que se prevé que la inflación permanezca relativamente baja, aunque con una leve tendencia al alza, las referidas tasas de interés de política monetaria podrían comenzar a evidenciar ligeros incrementos a partir del próximo año.



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES  
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS  
AÑOS 2009 - 2010  
(Variación Porcentual)**

	2009	2010 <sup>py/</sup>
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>		
Economía Mundial	-1.1	3.1
Economías avanzadas	-3.4	1.3
Estados Unidos de América	-2.7	1.5
Zona del euro	-4.2	0.3
Japón	-5.4	1.7
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	1.7	5.1
Países en desarrollo de Asia <sup>1/</sup>	6.2	7.3
República Popular China	8.5	9.0
India	5.4	6.4
África	1.7	4.0
Oriente Medio	2.0	4.2
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-2.5	2.9
Argentina	-2.5	1.5
Brasil	-0.7	3.5
Chile	-1.7	4.0
México	-7.3	3.3
Perú	1.5	5.8
Colombia	-0.3	2.5
Europa Central y del Este	-5.0	1.8
Comunidad de Estados Independientes	-6.7	2.1
<b>INFLACIÓN<sup>2/</sup></b>		
Economías avanzadas	0.7	1.1
Estados Unidos de América	1.6	1.5
Zona del euro	0.9	0.6
Japón	-1.5	-0.7
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	5.1	4.6
Países en desarrollo de Asia <sup>1/</sup>	3.5	3.1
República Popular China	0.8	0.6
India	8.9	7.4
África	6.7	6.3
Oriente Medio	6.8	6.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	5.1	5.3
Argentina	5.0	5.0
Brasil	4.2	4.4
Chile	-0.5	2.5
México	4.3	3.2
Perú	1.2	2.0
Colombia	3.8	3.6
Europa Central y del Este	4.3	3.9
Comunidad de Estados Independientes	10.7	8.6

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

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

<sup>2/</sup> Corresponde a la proyección de fin de período.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 2009.

**RECUADRO 1****¿DEJARÁ EL DÓLAR DE SER LA MONEDA DE RESERVA INTERNACIONAL?**

La búsqueda de monedas de reserva internacional ha formado parte del debate económico mundial desde la crisis de 1929, cuando se abandonó el patrón oro. Al respecto, John Maynard Keynes fue uno de los primeros en proponer la creación de una moneda internacional y neutral anclada en una canasta de 30 *commodities*, la cual denominó Bancor. Sin embargo, a partir de los acuerdos de Bretton Woods, el dólar de los Estados Unidos de América se fortaleció como divisa internacional de intercambio y reserva, desempeñando este papel hasta la actualidad.

Recientemente, derivado de la crisis financiera internacional y de la débil posición de la economía de los Estados Unidos de América, se ha intensificado el debate acerca del papel del dólar estadounidense en el escenario mundial. Existe una creciente preocupación por parte de las economías que han acumulado cantidades significativas de activos denominados en dólares, como parte de sus reservas internacionales y fondos soberanos de inversión, debido a que, ante una pérdida de poder de compra del dólar, dichas economías experimentarían una reducción de sus activos. Esta preocupación está asociada a la ampliación de mayores necesidades de financiamiento público de los Estados Unidos de América en un marco de fuerte expansión monetaria. A estos factores coyunturales, se suman tanto los conflictos de intereses creados en torno a la distribución de los beneficios sobre el señoreaje que actualmente tiene la economía estadounidense por ser el emisor monopólico de la moneda de reserva internacional, así como la incompatibilidad entre el objetivo de política monetaria interna y la provisión de liquidez internacional.

La sustitución del dólar como moneda de reserva internacional podría implicar importantes cambios en la estructura económica y política mundial, por lo que el procedimiento para llevar a cabo la misma debe analizarse cuidadosamente. En efecto, existen diferentes escenarios de cómo el dólar podría dejar de ser la moneda de reserva dominante. El primer escenario posible sería a través de un proceso espontáneo impulsado por la reducción de la demanda de activos de reserva denominados en dólares dirigida por el mercado, conjuntamente con la correspondiente disminución de su utilización en el comercio internacional (incluida la práctica de facturación en dólares), lo que debilitaría su función de unidad de cuenta. Otro escenario posible sería por medio de un esfuerzo coordinado a nivel mundial, evitando así eventuales factores de inestabilidad financiera.

Cabe indicar que en la actualidad ninguna moneda podría reemplazar inmediatamente y por sí sola al dólar. En efecto, el Euro aún no ha logrado una participación significativa en los flujos financieros y comerciales internacionales; el Yuan no podría suplir al dólar estadounidense, debido a que contiene un elevado nivel de regulación cambiaria; sin embargo, diferentes divisas a nivel regional podrían ir ganando espacio en las transacciones comerciales, sustituyendo al dólar como medio de cambio dentro del comercio intrarregional. A un ritmo paulatino, el dólar estadounidense podría compartir su liderazgo mundial con divisas regionales fuertes, como el Yuan, el Euro y el Yen.

Recientemente, algunas economías emergentes, derivado de su creciente relevancia en la economía global y ante la necesidad de una mayor participación de las mismas en el proceso de toma de decisiones de política a nivel internacional, propusieron ampliar el papel de los Derechos Especiales de Giro (DEG), que están compuestos por una canasta de cuatro monedas (Dólar, Euro, Libra Esterlina y Yen) y que son utilizados como divisa internacional por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Una ventaja de impulsar los DEG como moneda de reserva internacional consistiría en permitir a los bancos centrales distribuir los riesgos de sus carteras entre distintas monedas. Asimismo, este tipo de transición podría ser más ordenado, debido a que la participación del dólar dentro de este instrumento posibilitaría una diversificación gradual de la composición de las reservas internacionales. Adicionalmente, si se acordara un mecanismo factible para incrementar la oferta de DEG (en función del crecimiento mundial de la economía y de otros factores relevantes), que fuera administrado por un organismo independiente que fungiera como banco central mundial, podría disminuirse significativamente la necesidad percibida de acumulación prudencial de reservas por parte de los países emergentes.

En ese contexto, las principales alternativas planteadas en cuanto a sustituir el dólar como moneda de reserva internacional, contemplan un proceso por medio del cual, el instrumento de reserva internacional resultante estaría constituido por una canasta de monedas, en la que el dólar continuaría siendo una de las monedas de reserva más importantes del sistema monetario internacional.

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Informe de Inflación Tercer Trimestre de 2009. Julio de 2009



## **B. RIESGOS DEL ENTORNO INTERNACIONAL**

La recesión económica mundial está cediendo, pero se estima que la actividad económica continuará evolucionando a un ritmo débil. Las medidas adoptadas por muchos países de manera coordinada (en el ámbito monetario y fiscal), así como los esfuerzos para estabilizar los sistemas financieros, han servido para restaurar la confianza, apoyar la demanda interna y reducir los riesgos sistémicos. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas se están recuperando y el comercio mundial se ha estabilizado, luego de una fuerte contracción en el primer semestre de 2009. A pesar de ello, la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y los niveles de desempleo en las economías avanzadas continuarán elevados durante 2010. Los mercados financieros más importantes todavía no se han normalizado, dado que aún dependen de manera significativa de la reactivación del canal del crédito, así como de la actividad económica. Entre tanto, una considerable capacidad ociosa en la economía y los efectos rezagados de la caída de los precios de las materias primas están conteniendo la inflación.

Es importante mencionar que la recuperación económica, luego de recesiones provocadas por colapsos financieros, tendería a ser lenta y prolongada. En particular, en los países desarrollados, el proceso de saneamiento de los balances de los intermediarios financieros y de los hogares, así como el aumento significativo del desempleo, frenarán la demanda por algún tiempo, aunque una notable recuperación en los mercados emergentes, derivada de los estímulos de política fiscal y monetaria, contribuirá a dinamizar el comercio y los precios de las materias primas.

En el horizonte inmediato, las políticas económicas a nivel de países desarrollados deben mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación esté firmemente encauzada y, a su vez, completar el proceso de saneamiento de los balances del sector financiero. La coordinación internacional para el retiro de los estímulos fiscal y monetario será de gran importancia para generar confianza en los agentes económicos. Más allá del corto plazo, los desafíos consisten en alcanzar la estabilidad fiscal y, a nivel mundial, equilibrar la demanda, dado que el crecimiento de los Estados Unidos de América tenderá a seguir siendo débil en comparación con niveles históricos.

Por último, en los países menos desarrollados, que pudieron aplicar medidas de estímulo monetario y fiscal, habrá que decidir cuándo empezar a retirar el estímulo y a qué ritmo.

En general, será apropiado que este proceso comience por el lado fiscal (antes que por el lado de la política monetaria). Retirar el estímulo demasiado pronto acarrearía riesgos, ya que la recuperación mundial aún no está bien afianzada, pero también habría riesgos si se le retira de forma demasiado lenta. Es posible que en un horizonte cercano algunos países registren una fuerte entrada de capitales y, en algún momento, podrían experimentar una apreciación de sus monedas y un sobrecalentamiento de sus economías. En estos casos, el estímulo económico debería retirarse más rápidamente, comenzando por la política fiscal. En otros países, el margen para adoptar medidas de estímulo está casi agotado y lo prudente



sería reservarlo en caso de que se materialicen riesgos a la baja. Finalmente, aquellos países con el menor margen de maniobra fiscal deberán desplegar mayores esfuerzos para focalizar adecuadamente el gasto y proteger a los grupos más vulnerables.

Los desafíos en términos de política económica que enfrentarán las autoridades serán distintos para los diferentes países de América Latina<sup>1</sup>, de conformidad con la etapa del ciclo económico en la que se encuentren, la magnitud de los estímulos fiscal y monetario ya proporcionados y el margen de maniobra restante en términos de política macroeconómica. Según el Fondo Monetario Internacional, la región de Centroamérica y República Dominicana enfrenta cinco desafíos de política, los cuales se describen a continuación.

- Recomponer el espacio fiscal. Un desafío para muchos países de América Latina consiste en reducir la deuda pública a niveles más acordes con la estabilidad y el crecimiento de sus economías, en particular para los países que ya tenían niveles de deuda externa elevados previo a la crisis. En general, todos los países que proporcionaron estímulos fiscales discrecionales durante 2009 tendrán que resistir las presiones a mantener un balance fiscal permanentemente más débil.
- Consolidar las bajas tasas de inflación. Conjuntamente con la disminución en el precio de los *commodities*, los índices de precios de la mayor parte de economías de la región se redujeron a niveles cercanos a cero y, en algunos casos, ciertos países experimentaron procesos deflacionarios. No obstante, en el mediano plazo los bancos centrales tendrán el desafío de consolidar niveles de inflación bajos ante el potencial incremento de la actividad económica en el mediano plazo.
- Fortalecer la posición externa. En muchos países, se registró una disminución en los saldos de reservas monetarias internacionales, producto de la salida de capitales y de intervenciones en los mercados cambiarios, con el objeto de moderar la depreciación cambiaria nominal que se registró durante las etapas iniciales de la crisis. No obstante, los bancos centrales tienen el desafío inmediato de fortalecer su posición de reservas internacionales, la cual, en varios países se deterioró durante 2009.
- Mejorar las redes de seguridad financiera y los estándares prudenciales. Varios factores han contribuido a solidificar la posición de los sistemas financieros de América Latina: reservas de capital y de liquidez cuantiosas, modernización de los marcos jurídico, regulatorio y de supervisión y una mejor gestión de riesgo por parte de las instituciones financieras. No obstante, es necesario continuar con mejoras en la regulación prudencial en toda la región, lo cual es un desafío regulatorio que es necesario abordar.
- Propiciar reformas que faciliten aumentar la productividad. El nivel de productividad del promedio de economías de Latinoamérica se encuentra muy por debajo del de las economías emergentes de Asia, por lo que los países de la región tienen el desafío de propiciar reformas que incrementen la productividad con el propósito de generar un

<sup>1</sup> Perspectivas económicas Las Américas. Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora? FMI. Octubre de 2009.



incremento sostenible del crecimiento económico en el mediano plazo y reducir el nivel de pobreza de sus habitantes.

## **II. CONDICIONANTES DEL ENTORNO INTERNO**

### **A. LOS ESCENARIOS DE LA POLÍTICA FISCAL**

Derivado de que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010, que en su oportunidad elevara a su consideración el Organismo Ejecutivo, el presupuesto que actualmente regiría para 2010 es el que se encuentra vigente para el presente año.<sup>2</sup> Con el propósito de tener un panorama del posible desempeño de las finanzas públicas para 2010, a continuación se presenta una descripción de tres escenarios posibles que toman como referencia el proyecto de Presupuesto propuesto, el cual era congruente con el Acuerdo *Stand-By* precautorio acordado con el Fondo Monetario Internacional, que se caracteriza por un incremento moderado del gasto público en relación con el cierre fiscal estimado de 2009 y un déficit fiscal equivalente a 3.1% del PIB.

#### **1. Escenario Uno**

Este escenario supone que el Gobierno Central no obtendría los recursos necesarios para financiar el gasto previsto, por lo que el gasto público tendría que reducirse y la política fiscal estaría actuando de manera procíclica, sin generar un estímulo por esa vía para la recuperación de la actividad económica. El déficit fiscal sería menor que el 3.1% del PIB.

#### **2. Escenario Dos**

Conforme a este escenario, el Gobierno Central obtendría un monto de ingresos tributarios mayor al contemplado, lo que le permitiría un mayor aumento del gasto, sin afectar el nivel de déficit contemplado, o bien ejecutar el monto de gasto contemplado con un menor déficit fiscal y, por ende, un menor endeudamiento público.

#### **3. Escenario Tres**

Este escenario es consistente con lo establecido en el Acuerdo *Stand By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional, en abril del presente año y se caracteriza por un aumento moderado del gasto público, consistente con un déficit fiscal equivalente al 3.1% del PIB, para continuar implementando una política fiscal moderadamente anticíclica. Este escenario supone la obtención de fuentes de financiamiento necesarias para el referido déficit, incluyendo la colocación de Bonos del Tesoro con dos posibles opciones, las cuales se describen a continuación.

---

<sup>2</sup> Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009, Decreto Número 72-2008 del Congreso de la República, modificado por el Decreto Número 26-2009 emitido por dicho organismo.



**a) Opción 1**

En esta opción, la ejecución presupuestaria registraría un crecimiento en los ingresos y donaciones de Q2,421.0 millones (7.3%) respecto al 2009, mientras que el gasto total aumentaría Q2,051.3 millones (4.7%), destacando el mayor gasto de funcionamiento, el cual crecería Q3,781.6 millones (12.2%). Por su parte, el gasto de capital sería menor en Q1,730.3 millones (13.6%). El déficit fiscal se situaría en Q10,201.5 millones (equivalente a 3.1% del PIB), el cual sería coherente con el Acuerdo *Stand-By* con el FMI y reflejaría los esfuerzos de una política fiscal moderadamente anticíclica. En lo que corresponde al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q4,500.0 millones, mientras que el financiamiento externo neto ascendería a Q4,502.7 millones, como resultado de desembolsos por Q6,712.3 millones y amortizaciones por Q2,209.5 millones. Por último, se estima una utilización de recursos de caja por Q1,198.8 millones, lo que constituiría una fuente de monetización de origen interno, la cual tendría un mayor impacto en el segundo y tercer trimestres de 2010.



**GOBIERNO CENTRAL  
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA  
AÑOS: 2009 - 2010  
-Millones de quetzales-**

CONCEPTO	2009 e/	TRIMESTRE				2010 py/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>33,035.4</b>	<b>8,563.2</b>	<b>8,614.3</b>	<b>9,099.0</b>	<b>9,179.9</b>	<b>35,456.4</b>	<b>2,421.0</b>	<b>7.3</b>
<b>A. Ingresos (1+2)</b>	32,649.8	8,394.8	8,316.4	8,580.8	8,866.5	34,158.5	1,508.7	4.6
<b>1. Ingresos Corrientes</b>	32,632.2	8,394.8	8,314.4	8,574.3	8,842.9	34,126.4	1,494.2	4.6
<b>a. Tributarios</b>	31,046.5	8,130.3	7,919.8	8,224.6	8,233.1	32,507.8	1,461.3	4.7
<b>b. No Tributarios</b>	1,585.7	264.5	394.6	349.7	609.8	1,618.6	32.9	2.1
<b>2. Ingresos de Capital</b>	17.6	0.0	2.0	6.5	23.6	32.1	14.5	82.4
<b>B. Donaciones</b>	385.6	168.4	297.9	518.2	313.4	1,297.9	912.3	236.6
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>43,606.6</b>	<b>11,113.8</b>	<b>10,444.5</b>	<b>12,545.7</b>	<b>11,553.9</b>	<b>45,657.9</b>	<b>2,051.3</b>	<b>4.7</b>
<b>A. De Funcionamiento</b>	30,920.2	8,623.2	7,987.8	9,263.8	8,827.0	34,701.8	3,781.6	12.2
<b>B. De Capital</b>	12,686.4	2,490.6	2,456.7	3,281.9	2,726.9	10,956.1	-1,730.3	-13.6
<b>III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL</b>	<b>-10,571.2</b>	<b>-2,550.6</b>	<b>-1,830.2</b>	<b>-3,446.7</b>	<b>-2,374.0</b>	<b>-10,201.5</b>	<b>369.7</b>	<b>-3.5</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>10,571.2</b>	<b>2,550.6</b>	<b>1,830.2</b>	<b>3,446.7</b>	<b>2,374.0</b>	<b>10,201.5</b>	<b>-369.7</b>	<b>-3.5</b>
<b>A. Interno</b>	4,388.4	1,179.1	573.9	656.8	2,090.2	4,500.0	111.6	2.5
<b>B. Externo</b>	4,072.4	3,363.3	156.5	1,016.0	-33.0	4,502.7	430.3	10.6
<b>C. Variación de Caja</b>	2,110.4	-1,991.8	1,099.8	1,773.9	316.8	1,198.8	-911.6	-43.2
(-) aumento (+) disminución								
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.1</b>					<b>9.9</b>		
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-3.4</b>					<b>-3.1</b>		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas.

py/ Cifras proyectadas

**b) Opción 2**

En esta opción se asume que el Gobierno Central colocaría, en el mercado internacional, Bonos del Tesoro por US\$500.0 millones, posibilidad que también contemplada en el Acuerdo *Stand-By*. En lo que respecta a los ingresos y gastos totales, éstos son iguales a los del Escenario Uno, por lo que los indicadores fiscales no tienen variación alguna. El financiamiento interno neto se ubicaría en Q400.0 millones, mientras que el financiamiento externo neto sería de Q8,602.7 millones, resultado de desembolsos por Q6,712.3 millones, negociación de Bonos del Tesoro por Q4,100.0 millones (US\$ 500.0 millones) y amortizaciones por Q2,209.5 millones. Al igual que en el Escenario Uno, el uso de caja proyectado sería de Q1,198.8 millones.





**GOBIERNO CENTRAL**  
**EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**  
**AÑOS: 2009 - 2010**  
**-Millones de quetzales-**

CONCEPTO	2009 e/	TRIMESTRE				2010 py/	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>33,035.4</b>	<b>8,563.2</b>	<b>8,614.3</b>	<b>9,099.0</b>	<b>9,179.9</b>	<b>35,456.4</b>	<b>2,421.0</b>	<b>7.3</b>
<b>A. Ingresos (1+2)</b>	32,649.8	8,394.8	8,316.4	8,580.8	8,866.5	34,158.5	1,508.7	4.6
<b>1. Ingresos Corrientes</b>	32,632.2	8,394.8	8,314.4	8,574.3	8,842.9	34,126.4	1,494.2	4.6
<b>a. Tributarios</b>	31,046.5	8,130.3	7,919.8	8,224.6	8,233.1	32,507.8	1,461.3	4.7
<b>b. No Tributarios</b>	1,585.7	264.5	394.6	349.7	609.8	1,618.6	32.9	2.1
<b>2. Ingresos de Capital</b>	17.6	0.0	2.0	6.5	23.6	32.1	14.5	82.4
<b>B. Donaciones</b>	385.6	168.4	297.9	518.2	313.4	1,297.9	912.3	236.6
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>43,606.6</b>	<b>11,113.8</b>	<b>10,444.5</b>	<b>12,545.7</b>	<b>11,553.9</b>	<b>45,657.9</b>	<b>2,051.3</b>	<b>4.7</b>
<b>A. De Funcionamiento</b>	30,920.2	8,623.2	7,987.8	9,263.8	8,827.0	34,701.8	3,781.6	12.2
<b>B. De Capital</b>	12,686.4	2,490.6	2,456.7	3,281.9	2,726.9	10,956.1	-1,730.3	-13.6
<b>III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL</b>	<b>-10,571.2</b>	<b>-2,550.6</b>	<b>-1,830.2</b>	<b>-3,446.7</b>	<b>-2,374.0</b>	<b>-10,201.5</b>	<b>369.7</b>	<b>-3.5</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>10,571.2</b>	<b>2,550.6</b>	<b>1,830.2</b>	<b>3,446.7</b>	<b>2,374.0</b>	<b>10,201.5</b>	<b>-369.7</b>	<b>-3.5</b>
<b>A. Interno</b>	4,388.4	0.0	0.0	300.0	100.0	400.0	-3,988.4	-90.9
<b>B. Externo</b>	4,072.4	3,363.3	4,256.5	1,016.0	-33.0	8,602.7	4,530.3	111.2
<b>C. Variación de Caja</b>	2,110.4	-812.7	-2,426.3	2,130.7	2,307.0	1,198.8	-911.6	-43.2
(-) aumento (+) disminución								
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.1</b>					<b>9.9</b>		
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-3.4</b>					<b>-3.1</b>		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas.

py/ Cifras proyectadas

**B. EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES ECONÓMICOS**

El papel de las expectativas de los agentes económicos es clave en el proceso de recuperación económica, dado que una mejora en las expectativas de crecimiento fomentaría la confianza del sistema bancario para el otorgamiento de crédito al sector privado, lo que a su vez propiciaría el crecimiento del consumo, de la inversión y de la actividad económica, en general. En este sentido, la mejor contribución de la política monetaria al crecimiento económico sostenido es propiciar una inflación baja y estable, anclando las expectativas inflacionarias a la meta de inflación de mediano plazo del Banco Central, en el marco de una política monetaria prudente y atenta al desarrollo del entorno macroeconómico tanto interno como externo.

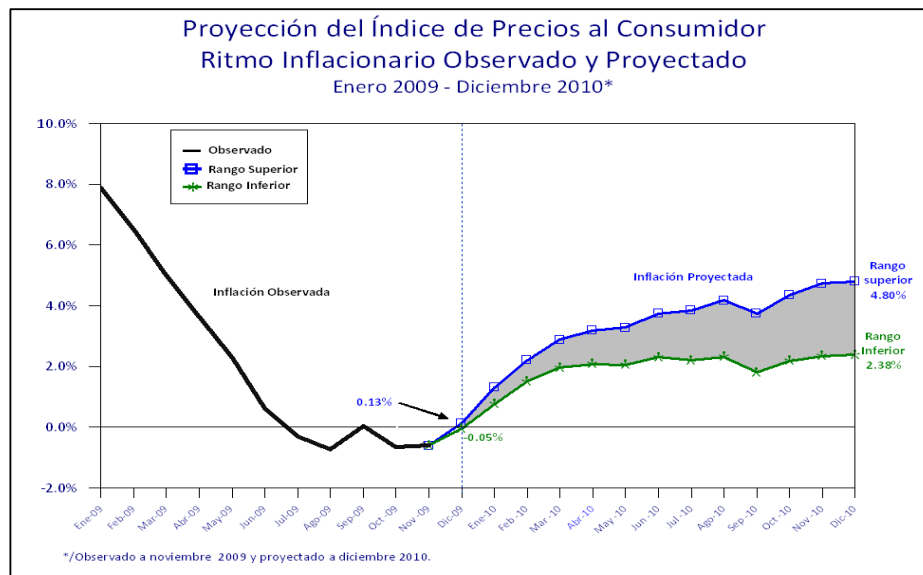
## C. LAS PROYECCIONES Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Proyección econométrica de inflación para 2010

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a noviembre de 2009 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, se proyecta para finales de 2010 un ritmo inflacionario total de 4.80%. Los principales supuestos que dan sustento a dicho pronóstico se refieren a la moderada recuperación de la demanda interna, al leve incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de las materias primas.

#### • Análisis de sensibilidad de la proyección de inflación para 2010

Tomando en cuenta los factores arriba mencionados, se construyó un escenario en el cual la inflación responde en parte a un comportamiento similar al de años previos (esto se conoce como un modelo imperfecto basado en expectativas adaptables) para ello se asume un porcentaje de 50.0% de las variaciones intermensuales del índice de precios al consumidor, que incidiría en el pronóstico de inflación para 2010, bajo este supuesto se prevé que el ritmo inflacionario podría ubicarse entre un rango de 2.38% y 4.80%.



### 2. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

El pronóstico de inflación, provisto por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) del Banco de Guatemala, de acuerdo con los resultados del cuarto corrimiento del MMS en 2009, se pronostica una tasa de inflación interanual de 5.03% para diciembre de 2010.



## RECUADRO 2

### POLÍTICA MONETARIA Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La publicación en 1936 de la Teoría General, el Interés y el Dinero de John Maynard Keynes generó un intenso debate acerca de la efectividad de la política monetaria para impulsar la recuperación de la economía durante una recesión. Al respecto, cabe indicar que los economistas posteriores a Keynes aducen que la gestión monetaria no sólo es importante, sino efectiva para propiciar la recuperación económica, por lo que demandan del banco central la implementación de una política monetaria laxa que se traduzca en reducciones de la tasa de interés y en aumentos del crédito bancario al sector privado para incentivar la actividad productiva. En contraposición a estos argumentos, otro grupo de economistas, influenciados por el monetarismo de Milton Friedman y la escuela de Expectativas Racionales de Robert Lucas, consideran que una política monetaria expansiva durante la fase de recuperación no sólo es inefectiva sino contraproducente, ya que genera presiones inflacionarias que podrían contrarrestar el aumento de la actividad económica. Al respecto, es importante exponer los argumentos a favor y en contra, respecto de la aplicación de la política monetaria en la fase expansiva del ciclo económico.

Los partidarios del activismo monetario aducen que el aumento de la oferta monetaria se traduce en una reducción de la tasa de interés, lo que aumenta la disponibilidad de crédito mucho más barato. Las tasas de interés más bajas hacen posible que los empresarios demanden crédito y emprendan nuevos proyectos productivos.

La implementación de la política monetaria para promover crecimiento de una economía ha sido criticada debido a que omite los factores siguientes: en el mercado financiero durante las recesiones se acentúan las rigideces de oferta y demanda de crédito que reducen la disponibilidad de crédito y evitan que el mismo sea más barato. Además, no es cierto que durante la fase de recuperación no existan presiones inflacionarias, lo que sucede es que éstas no son tan intensas como cuando la economía está en plena expansión.

En lo referente a las rigideces que afectan a la oferta de crédito, es preciso mencionar que los mercados financieros, especialmente los de los países en desarrollo, operan con información asimétrica y con riesgo moral, lo que puede generar el problema de selección adversa y, por ende, incrementar la cartera en mora de los intermediarios financieros. La información asimétrica implica que el prestatario tiene cierta información privilegiada acerca del uso que dará a los fondos que le proporcionará el banco, mientras que el riesgo moral significa que un agente económico asume un riesgo excesivo en la búsqueda de ganancias anormales, lo cual es común observar durante las recesiones. Estos factores pueden inducir a un banco a conceder financiamiento a proyectos con alto rendimiento y mucho riesgo, lo que pone en peligro la cartera de dicho intermediario financiero. Para evitar un aumento desmedido de su cartera en mora o incluso su insolvencia, los bancos son mucho más selectivos para otorgar crédito durante las recesiones y reducen la oferta del mismo. Además, los bancos intensifican el monitoreo de los prestatarios, lo que se traduce en un aumento del costo del crédito. Lo mencionado implica que el incremento de la oferta de dinero no conlleva necesariamente un aumento de la oferta de crédito, ni la reducción del costo del mismo.

Por otra parte, las rigideces de demanda también inciden negativamente sobre la efectividad de la política monetaria. La forma más sencilla de visualizar esto es a través del Valor Presente Neto de la inversión, el cual indica que cuando se desea emprender un proyecto de inversión, se compara el rendimiento esperado de dicha inversión con la tasa de interés a la cual se obtienen los fondos bancarios. Cuando el rendimiento esperado es mayor que la tasa de interés de mercado, es beneficioso emprender la inversión. Como la evidencia empírica indica, para incentivar la demanda de crédito en una recesión, aun en la fase de recuperación, la tasa de interés de mercado debería ser cero o negativa, lo que implica aumentos extraordinarios de la oferta monetaria. Esto se debe a que el cálculo de los rendimientos esperados de una inversión es un proceso subjetivo y durante una recesión priva el pesimismo. Por lo que es casi imposible incentivar la inversión en una recesión sin poner en serio peligro la estabilidad de precios.

De lo anterior se deduce que una política monetaria muy expansiva durante la fase de recuperación puede aumentar las expectativas de inflación. Esto hace poco probable que sea óptimo emprender nuevos proyectos de inversión productiva, debido a que éstos se financian con la tasa de interés de largo plazo, pero al aumentar la tasa esperada de inflación también la prima por riesgo inflacionario aumentará, lo que implica que la tasa de interés de largo plazo será más alta y, por ende, reducirá la posibilidad de financiar nuevas inversiones.



En la medida en que las presiones inflacionarias se intensifican durante la fase de recuperación, también aumenta la volatilidad de los precios relativos y, por lo tanto, aumenta la incertidumbre, lo que induce a emprender menos inversiones. Esto se debe a lo que la teoría económica llama “la extracción del signo”, que consiste en que los inversionistas no tienen certeza de si lo que ha mejorado es el precio relativo del bien que producen o son los precios, en general, los que están subiendo. Esta confusión explica la renuencia a invertir que se ha observado en las economías con inflación creciente. Además, la volatilidad mencionada de los precios relativos distorsiona la información que los mismos transmiten a los agentes económicos en una economía de mercado, por lo que muchas decisiones de producción y consumo serán erróneas e insostenibles, es decir, la inflación creciente genera ineficiencia en la asignación de recursos que reducirán el crecimiento económico en el futuro.

Como se aprecia, la mejor contribución que un banco central puede hacer para coadyuvar a la plena y sostenida recuperación económica es la estabilidad de precios, ya que ésta reduce la incertidumbre, propicia la eficiente asignación de recursos y promueve la confianza tanto de los inversionistas como de los consumidores. Esto implica que el banco central debe orientar sus esfuerzos y estructurar su gestión monetaria para alcanzar tasas de inflación bajas y estables.

Lo mencionado significa que el objetivo fundamental de la política monetaria debe ser la estabilidad del nivel general de precios. Esto implica, además, que el banco central utilice la tasa de inflación como ancla nominal, lo que coadyuva a que la gestión monetaria sea más efectiva y eficiente, ya que la información proporcionada por la autoridad monetaria será incorporada por los agentes económicos en sus decisiones de consumo, ahorro, producción y empleo. Cuando un banco central logra este grado de credibilidad y transparencia se considera que ha “anclado las expectativas de los agentes económicos”.

El anclaje de las expectativas demanda que la autoridad monetaria adopte una meta cuantitativa de inflación y se comprometa a alcanzarla en un horizonte determinado. Esto se conoce en la literatura económica como “*Inflation Targeting*” o Régimen de Metas Explícitas de Inflación. El anclaje de las expectativas de los agentes económicos a través del uso de la tasa de inflación como ancla nominal y la adopción de metas explícitas de inflación que el banco central debe alcanzar, restringe al banco central a contar con un solo objetivo: la estabilidad del nivel general de precios.

En efecto, la evidencia empírica muestra que la política monetaria no puede estar orientada a alcanzar dos objetivos distintos. Los casos más ilustrativos son el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos de América. En el caso del Banco Central Europeo, el tener la estabilidad financiera como objetivo subsidiario de la estabilidad de precios podría implicar la pérdida del control de la inflación si adopta una política monetaria excesivamente laxa orientada a asistir a bancos insolventes. Por otra parte, la Reserva Federal estadounidense cuenta con los objetivos de mantener la estabilidad de precios y el pleno empleo, los cuales circunstancialmente pueden ser inconsistentes. Esto se debe a que los niveles de producción y el empleo no sólo dependen de tasas de interés bajas, sino de condiciones como flexibilidad salarial, así como de la confianza y certeza de los inversionistas sobre el rumbo esperado de la economía, por lo que una política monetaria expansiva no necesariamente incentiva la producción y el empleo, pero, en el largo plazo, sí puede generar un aumento de la inflación.

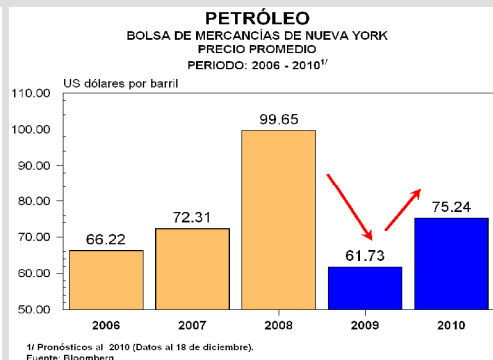
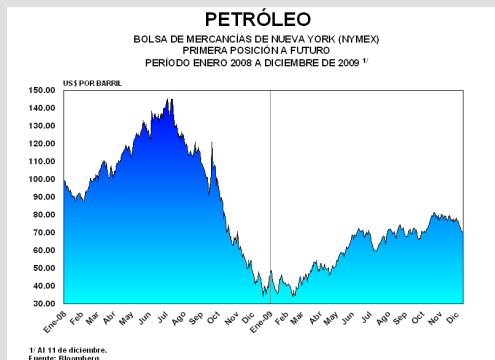
En síntesis, una política monetaria eficaz y efectiva es la que se sustenta en la elección y uso apropiados del ancla nominal, lo que requiere que al banco central se le asigne un sólo objetivo, el cual es la estabilidad de precios. Es importante puntualizar que la inflación baja y estable constituye el escenario macroeconómico adecuado para que los agentes económicos tomen decisiones en materia de consumo, ahorro, producción y empleo, los cuales sustentan el crecimiento y desarrollo ordenado de toda economía.

Fuente: Bernanke, Ben and Michael Woodford. (2009). *The Inflation-Targeting Debate*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA. Mishkin, Frederic. (2009). *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press, Cambridge, USA. Keynes, John M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. BNPublishing, New York, USA. Koo, Richard C. (2009). *The Holy Grail of Macroeconomics, Revised Edition: Lessons from Japans Great Recession*. Norton, New York, USA.

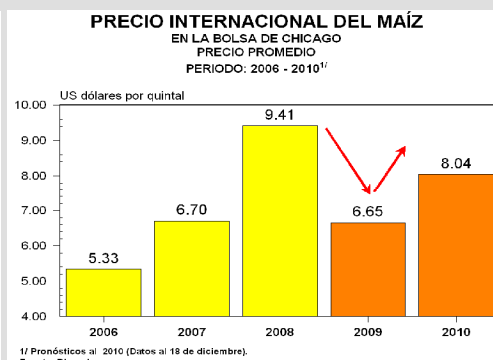
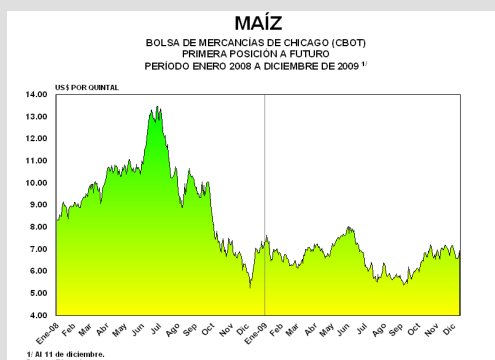
## RECUADRO 3

## PRINCIPALES TENDENCIAS DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO, DEL MAÍZ Y DEL TRIGO

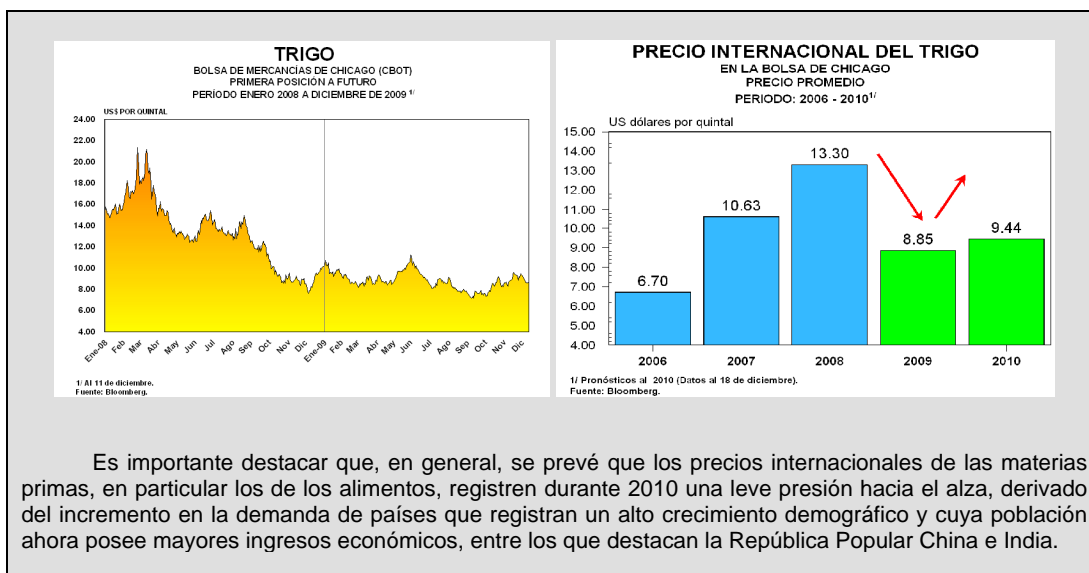
El precio internacional del petróleo ha registrado una tendencia creciente durante 2009, previéndose que el promedio anual se sitúe en aproximadamente US\$61.73 por barril, inferior en 38.1% respecto del precio promedio registrado durante 2008. Para 2010, se estima que el precio promedio internacional del crudo se ubique en US\$75.24 por barril, superior en 21.9% respecto del precio promedio previsto en 2009. El incremento esperado en el precio internacional del petróleo es resultado de las expectativas en cuanto a un aumento en la demanda, como resultado de la leve recuperación económica de países industrializados y de algunas economías emergentes; de la reducción esperada de los inventarios de petróleo ante un nivel de producción similar al de 2009; y, de la depreciación prevista del dólar estadounidense respecto de otras monedas, factor que incentiva la participación de las firmas de inversión en el mercado de energéticos.



En lo que respecta al precio internacional del maíz, durante 2009 se espera que el precio promedio anual se sitúe en US\$6.65 por quintal, inferior en 29.3% respecto del observado en 2008. Para 2010, se estima que el precio promedio internacional se ubique en aproximadamente US\$8.04 por quintal, lo que significa un incremento de 20.9% respecto del precio promedio registrado el año previo. El alza esperada en el precio del grano está asociada al incremento en la demanda, situación que reducirá los inventarios mundiales, ya que el nivel de la producción mundial para la cosecha 2009-2010 (790.2 millones de toneladas) es similar al registrado en la cosecha previa (2008 - 2009).



Por último, se estima que el precio promedio internacional del trigo durante 2009 se sitúe en US\$8.85 por quintal, inferior en 33.4% respecto del precio medio registrado el año previo. Para 2010 se espera que el precio promedio se sitúe en US\$9.44 por quintal, superior en 6.7% respecto del precio del año previo. El alza esperada en el precio del trigo, obedece a la recuperación esperada en la demanda del cereal, la cual será cubierta en parte por un adecuado nivel de inventarios mundiales, luego de la producción mundial récord registrada durante las últimas dos cosechas.



Tomando en cuenta los condicionantes del entorno externo y del entorno interno, así como la importancia de apuntalar el anclaje de las expectativas inflacionarias de acuerdo con la meta respectiva y considerando que las proyecciones y los pronósticos de inflación, tanto econométricas como del Modelo Macroeconómico Semiestructural que indican que la inflación se estaría situando alrededor de dicho valor, se considera aconsejable mantener el nivel central de la meta de inflación para 2010 en 5.0% +/- 1 punto porcentual. Adicionalmente, el hecho de no modificar la meta de inflación contribuye, por una parte, a fortalecer la credibilidad de la política monetaria y, por la otra, a evitar que en un escenario de moderada recuperación económica y de niveles ligeramente superiores de precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas e insumos, la política monetaria inicie un proceso de ajuste que podría incidir en la referida recuperación económica. Este argumento también abonaría a la conveniencia de confirmar el valor central de la meta de mediano plazo en 4.0% y mantener en el mismo nivel de 2008 el valor central de la meta para 2011, tomando en cuenta que todavía persiste incertidumbre en el contexto internacional, en particular en los ámbitos económico y financiero.

Por otro lado, en relación con la política cambiaria, si bien para 2010 las expectativas anticipan un proceso de recuperación económica mundial, se estima que la actividad económica continúe evolucionando a un ritmo débil, toda vez que la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y se prevé que los niveles de desempleo en las economías avanzadas continúen elevados. En ese contexto, persiste cierta incertidumbre respecto a la recuperación de los flujos de capital privado al país, por lo que el objetivo en un marco de flexibilidad cambiaria debiera ser, continuar procurando preservar la posición externa y reducir volatilidad excesiva del tipo de cambio que pueda poner en riesgo la meta de inflación y la estabilidad financiera y externa de la economía, por tal motivo deberá considerarse el mantener los mecanismos de participación vigentes.



### III. PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2010

#### A. OBJETIVO FUNDAMENTAL

El artículo 3 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala dispone lo siguiente:

**“El Banco de Guatemala tiene como objetivo fundamental, contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual, propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios”.**

#### B. META DE POLÍTICA

Considerando que, de conformidad con el mandato legal citado, el objetivo fundamental del Banco de Guatemala se materializa propiciando condiciones que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, resulta apropiado hacer operacional dicho objetivo mediante el establecimiento de una meta cuantitativa para la tasa de inflación. Cabe indicar que la fijación de una meta cuantitativa para la tasa de inflación es una de las características más sobresalientes del régimen de metas explícitas de inflación, en virtud de que permite anclar las expectativas de inflación.

##### 1. Propósito de la meta de inflación

En un régimen de metas explícitas de inflación, la meta de inflación que establece la autoridad monetaria tiene el propósito primordial de constituir el ancla nominal de la política monetaria y, como tal, orienta tanto las acciones de dicha política como las expectativas de los agentes económicos.

En dicho régimen, la política monetaria no tiene un objetivo para la tasa de crecimiento económico, para el tipo de cambio nominal o para la tasa de crecimiento de un agregado monetario (emisión monetaria, base monetaria u oferta de dinero). En tal contexto, las acciones de la política monetaria se orientan a la consecución de la meta de inflación, mediante una visión prospectiva.

Por su parte, las expectativas de los agentes económicos son importantes para determinar los niveles de precios y de actividad económica. Al respecto, cuando la expectativa de inflación de los agentes económicos no coincide con la meta de inflación, la consecución de dicha meta requiere de mayores esfuerzos por parte de la política monetaria y, usualmente, de mayores costos en términos de una menor tasa de crecimiento de la actividad económica y de mayor apoyo fiscal a la política monetaria. Por ello, es deseable que las expectativas de inflación de los agentes económicos coincidan con la meta de inflación fijada por el banco central. Este aspecto requiere, por un lado, que la meta de inflación sea realista y alcanzable en el horizonte temporal correspondiente y, por el otro, que exista la convicción de que el banco central accionará los instrumentos de política monetaria en la medida necesaria para alcanzar la meta de inflación, en virtud de que la mejor contribución que éste puede hacer al crecimiento económico sostenible es la estabilidad del nivel general de precios, ya que ésta

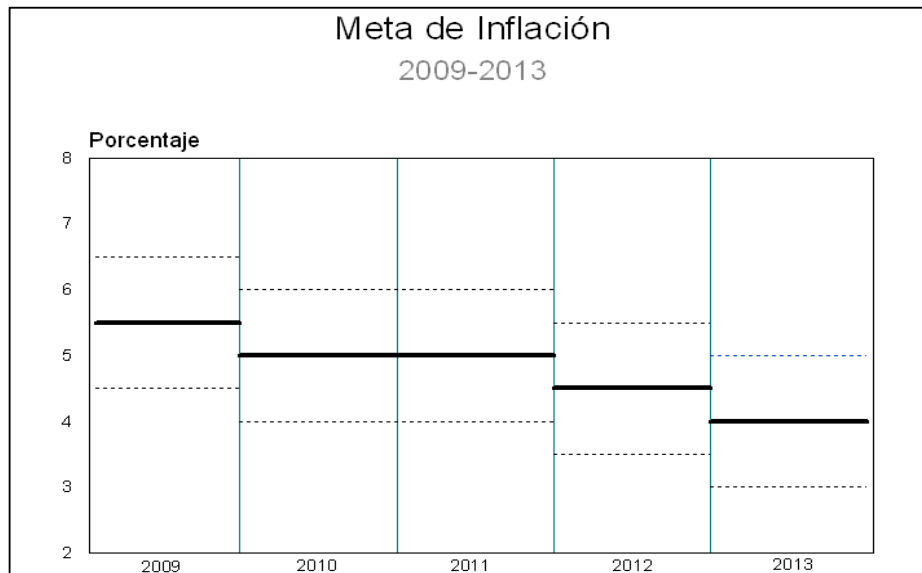
reduce la incertidumbre, propicia la eficiente asignación de recursos y promueve la confianza tanto de los inversionistas como de los consumidores.

## 2. La meta de inflación en 2009

De conformidad con la resolución JM-161-2008 de Junta Monetaria, la meta para la variación interanual del índice de precios al consumidor para 2009 es de 5.5% +/- 1 punto porcentual. A noviembre de 2009, la inflación acumulada registró un nivel de -0.23%. Por su parte, el ritmo inflacionario a dicho mes fue de -0.61%. Con base en estas cifras y en los pronósticos más recientes del ritmo inflacionario, es evidente que la tasa de inflación en 2009 se ubicará por debajo del límite inferior de la meta establecida para dicho año. Este resultado se explica por la reversión de los choques externos (marcada reducción de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como del maíz y del trigo) y por la desaceleración en la demanda interna experimentada a lo largo de 2009.

## 3. Propuesta de meta de inflación

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular importancia elaborar escenarios prospectivos de metas de inflación que permitan anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos en el corto y mediano plazos, consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. El establecimiento de metas de corto y mediano plazos facilita que las referidas expectativas se anclen a las mismas, por lo que se propone que la meta de mediano plazo se establezca en 4% +/- 1 punto porcentual y que se converja a ella en un horizonte de 4 años, como se ilustra en la gráfica siguiente:



Para la efectiva materialización del proceso de convergencia hacia la meta inflacionaria de mediano plazo, se propone que la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010





adopte las metas cuantitativas siguientes: i) 5.0% +/- 1.0 punto porcentual para diciembre de 2010; ii) 5.0% +/- 1.0 punto porcentual, para diciembre de 2011; y iii) 4% +/- 1.0 punto porcentual, con un horizonte de convergencia de mediano plazo de 4 años.

A continuación se presentan las principales características de la meta de inflación propuesta.

#### **4. Características de la meta de inflación propuesta**

##### **a) Meta puntual y margen de tolerancia**

Con una meta puntual, cualquier desviación del pronóstico de inflación relevante respecto de la meta obliga a considerar ajustes correctivos. Por supuesto, tales ajustes serían de pequeña magnitud en los casos en los que los desvíos del pronóstico relevante con relación a la meta fuesen poco significativos. Por consiguiente, la consecuencia operativa del uso de una meta puntual es un uso más gradual y oportuno de los instrumentos de política monetaria.

La función del margen de tolerancia, como parte integral de la meta, es permitir desviaciones no mayores que ese límite, de la inflación observada respecto de la meta, en reconocimiento de que el banco central, mediante la política monetaria, ejerce una influencia imperfecta en la tasa de inflación observada.

##### **b) Valor central de la meta de inflación**

La propuesta de meta de inflación para diciembre de 2010 es mantener la establecida por Junta Monetaria según resolución JM-161-2008, inferior a la de 2009.

La meta de inflación para 2010 de 5.0% anual, toma en cuenta los pronósticos y proyecciones de inflación, los cuales indican que la inflación se estaría situando alrededor de dicho valor. Adicionalmente, el hecho de no modificar la meta de inflación contribuye, como se indicó, por una parte, a fortalecer la credibilidad de la política monetaria y, por la otra, a evitar que en un escenario de moderada recuperación económica y de niveles ligeramente superiores de precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas e insumos, la política monetaria inicie un sesgo restrictivo que inhiba la referida recuperación económica. Este argumento también abona a la conveniencia de confirmar el valor central de la meta de mediano plazo en 4.0%.

Con relación al valor central de la meta para 2011, se considera que existe todavía incertidumbre en el contexto internacional, en particular en los ámbitos económico y financiero, por lo que restaría credibilidad establecer una meta de política monetaria que pretenda llevar los niveles de inflación a valores inferiores a los propuestos. Por consiguiente, se considera razonable anclar las expectativas de inflación a un proceso gradual de reducción de la inflación.

##### **c) Amplitud del margen de tolerancia**

La propuesta planteada involucra confirmar el margen de tolerancia de la meta de inflación para el año 2010, de +/- 1.0 punto porcentual, alrededor del valor central de 5.0%. En



este sentido, la meta de inflación que fue establecida en la resolución JM-161-2008 para dicho año se mantendría vigente. Al respecto, cabe señalar que es práctica usual en los países con regímenes de metas explícitas de inflación no modificar las metas ya establecidas, para evitar dañar la credibilidad del banco central, toda vez que una modificación podría ser interpretada como un relajamiento de la postura de la política monetaria. De tal cuenta, los bancos centrales hacen su mejor esfuerzo por alcanzar las metas establecidas y, cuando esto no es posible, explican las causas de los desvíos ocurridos; pero evitan, en la medida de lo posible, modifica las metas de inflación ya anunciadas.

Por otro lado, el margen de tolerancia de la meta de inflación para 2011 se fijaría también en +/- 1.0 punto porcentual alrededor del valor central.

De igual manera, el margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo se mantendría en +/- 1.0 punto porcentual, como lo estableció la resolución JM-161-2008 de la Junta Monetaria.

#### **d) Horizonte de la meta**

Con relación al horizonte de la meta de política monetaria, se plantean metas de inflación para 2010 y 2011, así como una meta de inflación de mediano plazo. Al respecto, cabe indicar que, para que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se anclen efectivamente en los niveles de las metas de inflación establecidas por la autoridad monetaria, se requiere que el horizonte de tales metas sea lo suficientemente extendido, de manera que las decisiones de consumo, ahorro e inversión se basen en la noción de que la meta de inflación de mediano y largo plazos, desempeña la función de ancla nominal de la política monetaria. En tal sentido, es importante tomar en cuenta que los efectos de las acciones de política monetaria ocurren con rezago, aspecto que incide en los mecanismos de transmisión, de manera que la meta de política monetaria es más útil cuando se vincula con las acciones de dicha política por medio del horizonte temporal requerido para que tales acciones tengan efecto. De ello se deriva la necesidad de que el horizonte de la meta inflacionaria sea suficientemente amplio.

En particular, un horizonte más amplio facilita la evaluación y las decisiones de política monetaria, debido a los mencionados rezagos en los efectos de sus acciones, por tanto, el horizonte para la meta de inflación que se plantea en esta propuesta hace posible que la toma de decisiones de política monetaria se lleve a cabo con un ancla nominal clara, provista por las metas específicas para diciembre de 2010 y para diciembre de 2011, así como por la meta de mediano plazo en el horizonte extendido de cuatro años.

También, desde el punto de vista de la rendición de cuentas, contar con una meta de inflación de horizonte extendido hace posible que la autoridad monetaria explique más apropiadamente sus acciones al público, pues permite relacionar de mejor manera las implicaciones esperadas de tales acciones con la consecución de la meta inflacionaria en el mediano y largo plazos.



## C. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las variables indicativas que utiliza la Autoridad Monetaria para la toma de decisiones de política monetaria, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación en el horizonte relevante. En ese sentido, se propone que para 2010 sean consideradas como variables indicativas las siguientes:<sup>3</sup>

1. Ritmo inflacionario total proyectado
2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado
3. Tasa de interés parámetro
4. Expectativas de inflación del panel de analistas privados
5. Pronóstico de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)
6. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

A continuación se presentan las características de las variables indicativas propuestas.

### 1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento a los pronósticos del ritmo inflacionario total proyectado para diciembre de 2010 y de 2011 y se compararán con las metas de inflación establecidas para dichas fechas. Adicionalmente, con fines informativos, se presentará el pronóstico de esta variable con un horizonte móvil de 24 meses. Cabe indicar que se seguirán utilizando dos modelos econométricos para las proyecciones de esta variable indicativa.

### 2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que se encuentran relacionadas en mayor medida con las acciones de política monetaria. El cálculo de esta variable se efectúa excluyendo, del Índice de Precios al Consumidor (IPC), los precios de los bienes y servicios que tienen una elevada variabilidad (por lo general, estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizada por acciones de política monetaria.

En este sentido, se dará seguimiento a los pronósticos del ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2010 y de 2011 y se compararán con las metas de inflación establecidas para dichas fechas. También en este caso se presentarán pronósticos con un horizonte móvil de 24 meses con fines informativos. Cabe mencionar que se seguirán utilizando dos modelos econométricos para las proyecciones de mediano plazo de esta variable.

---

<sup>3</sup> Con relación a las variables indicativas utilizadas en 2009, la relativa a las Expectativas Implícitas de Inflación, se propone no seguir utilizándola en 2010, debido a que un análisis de correlaciones dinámicas de la inflación observada respecto a dicha variable concluyó que ésta no contribuye significativamente a explicar el comportamiento de la inflación en el mediano plazo, razón por la cual se propone eliminarla.



### 3. Tasa de interés parámetro

La Regla de Taylor es un indicador utilizado por muchos bancos centrales que operan con el esquema de metas explícitas de inflación para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda agregada que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala, se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado “tasa de interés parámetro”, de acuerdo a la especificación siguiente.

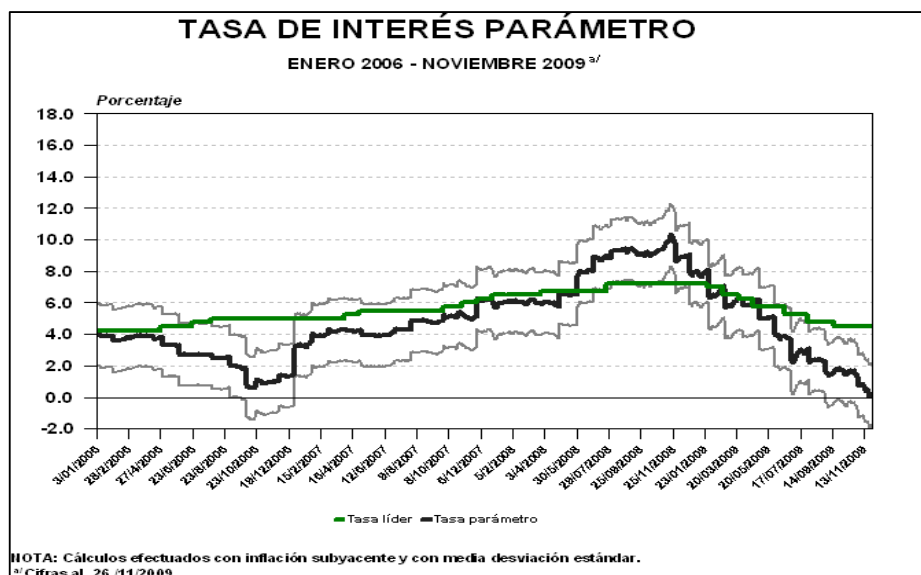
$$TP = [ i_p + (p - p^e) ] + \{ 1/2 (p - p^e) + 1/4 (IMAE - Y^e) + 1/4 [ VTC - (p^e - p^{*e}) ] \}$$

En donde:

$\pi$	=	ritmo inflacionario subyacente,
$i_p$	=	tasa de interés pasiva promedio ponderado del sistema bancario,
$\pi^e$	=	inflación esperada, según meta de política,
IMAE	=	ritmo de crecimiento de la actividad económica,
$Y^e$	=	crecimiento esperado del PIB,
VTC	=	variación interanual del tipo de cambio nominal,
$\pi^{*e}$	=	inflación de los principales socios comerciales.

Tomando en consideración que la tasa parámetro sirve al propósito de indicar el nivel de tasa de interés que debiera prevalecer en el mercado, en congruencia con el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios, se propone comparar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, entendido éste como +/- media desviación estándar (calculada para el período enero de 2000-noviembre de 2009) alrededor del valor puntual de la tasa de interés parámetro.

Utilizando la especificación descrita, en la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento de la tasa de interés parámetro en el período comprendido de enero de 2006 a noviembre de 2009.



#### 4. 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 del nivel general de precios en la economía. Cabe indicar que 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.

En este contexto, para 2010 se propone utilizar como variable indicativa de la política monetaria las expectativas de inflación, para diciembre de 2010 y de 2011, provenientes de la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI), la cual se utiliza para medir las expectativas inflacionarias del sector privado. Dichos pronósticos se estarían comparando con las metas de inflación establecidas. Adicionalmente, con fines informativos se reportarían las expectativas de inflación, derivadas de la referida encuesta, con un horizonte móvil de 24 meses. Con el propósito de ampliar la cobertura de la información que contiene la referida encuesta, para 2010 se prevé incrementar el número de analistas y entidades que mensualmente participan en la misma.

#### 5. Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

El MMS es un sistema de ecuaciones que permite cuantificar la dirección y magnitud de las relaciones entre las principales variables macroeconómicas. En ese contexto, los pronósticos de inflación de mediano plazo son condicionales a la evolución futura de todas las variables que integran el MMS, lo cual proporciona consistencia macroeconómica a los pronósticos y, a su vez, permite reflejar los efectos de la implementación de acciones de política monetaria para la consecución de las metas de inflación.



En este sentido, se dará seguimiento a los pronósticos de inflación del MMS para diciembre de 2010 y de 2011, los cuales se estarían comparando con las metas de inflación establecidas para dichos años. Adicionalmente, con fines informativos se reportarían los pronósticos de inflación del MMS con un horizonte móvil de 24 meses.

## **6. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)**

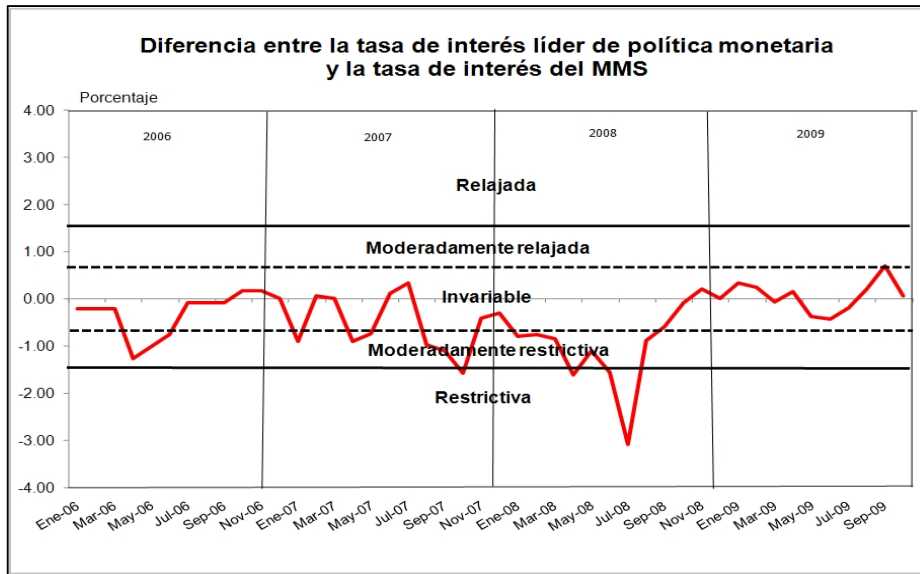
Los pronósticos de inflación derivados del MMS, como se indicó, son condicionales al comportamiento de las variables que integran el sistema de ecuaciones que conforman el modelo y, en particular, son función de los pronósticos de la tasa de interés de política monetaria que se derivan del mismo. Consiguientemente, la tasa de interés de política monetaria prescrita por el MMS reviste suma importancia como indicador de la postura y de la orientación de la política monetaria; de allí se deriva la conveniencia de incorporar esta variable como variable indicativa.

Dado que los pronósticos del MMS son generados en frecuencia trimestral, es importante mencionar que el valor de la tasa de interés de política monetaria del MMS que se utilizaría como variable indicativa para un mes determinado, sería aquél que el corrimiento más reciente del MMS prescriba para el trimestre al que corresponda el mes en cuestión.

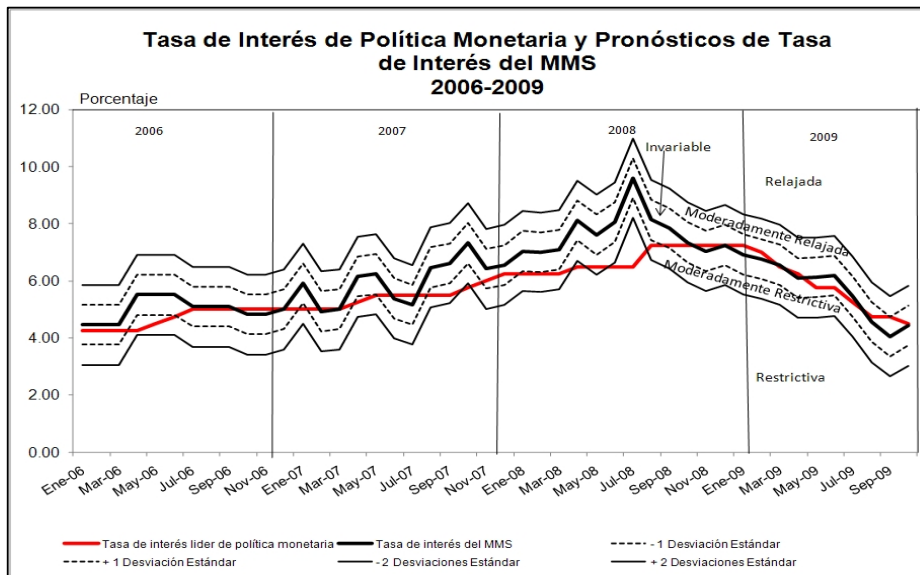
Se propone comparar el nivel observado de la tasa de interés líder de política monetaria con un margen de tolerancia calculado para la tasa de interés proyectada por el MMS, el cual se integra por medio del cálculo de la desviación estándar de la diferencia entre la primera variable y la tasa proyectada por el MMS (calculada para el período comprendido entre enero de 2006 y noviembre de 2009), como se ilustra a continuación.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> El valor calculado, para la muestra indicada, de la desviación estándar de la diferencia entre el pronóstico de la tasa de interés del MMS y la tasa de interés líder de política monetaria es de 0.54%; pero, para efectos prácticos, el mismo se aproxima a 0.5%.



Otra forma de ilustrar la orientación de política monetaria que provendría de la tasa de interés del MMS, lo presenta la gráfica siguiente, en la que se presenta la tasa de interés líder conjuntamente con los dos corredores construidos alrededor de la misma con base en una y en dos desviaciones estándar de la diferencia entre dicha variable y la tasa de interés líder de política monetaria.



**D. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS**

Este índice permite evaluar, de manera conjunta, la orientación de las variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

Los pesos relativos de cada variable indicativa se obtuvieron por medio de la estimación de los coeficientes de correlación de cada una de dichas variables con respecto a la inflación observada, incluyendo la tasa de interés del MMS, propuesta. Los resultados obtenidos se describen a continuación.

**ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS  
PESO RELATIVO CONFORME EL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN**

PROPUESTO

Variable indicativa	Coefficiente de correlación con inflación observada	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético
1 Ritmo inflacionario subyacente proyectado	0.951	23
2 Ritmo inflacionario total proyectado	0.801	19
3 Expectativas de inflación del panel de analistas privados	0.762	18
4 Pronósticos de inflación de mediano plazo del MMS	0.701	17
5 Tasa de interés del MMS	0.515	12
6 Tasa de interés parámetro	0.452	11
Total		100

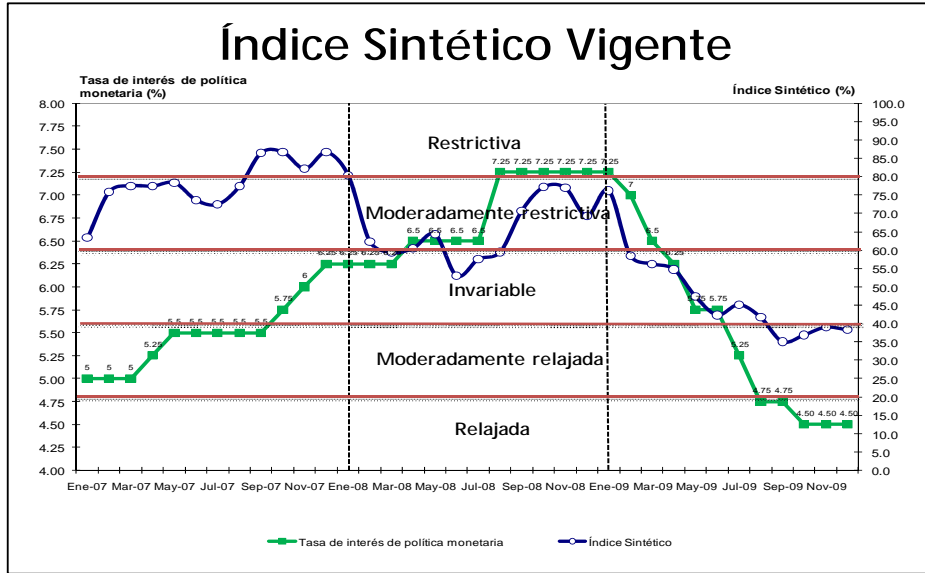
**ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS  
PESO RELATIVO CONFORME EL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN**

VIGENTE

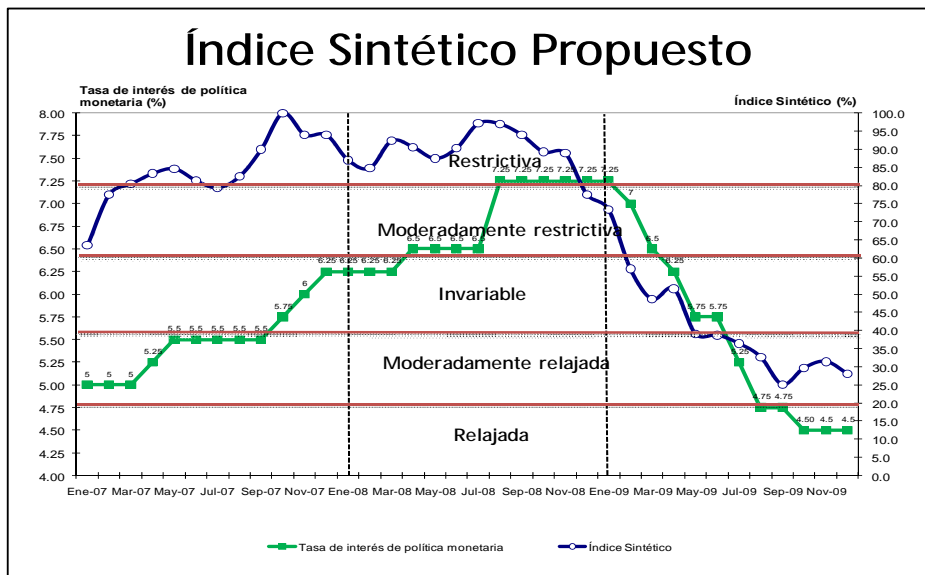
Variable indicativa	Coefficiente de regresión con inflación observada	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético
1 Ritmo inflacionario subyacente proyectado	0.752	26
2 Ritmo inflacionario total proyectado	0.658	22
3 Pronósticos de inflación de mediano plazo del MMS	0.639	22
4 Expectativas de inflación del panel de analistas privados	0.506	17
5 Expectativas implícitas de inflación	0.204	7
6 Tasa de interés parámetro	0.170	6
Total		100

Adicionalmente, se normalizaron los diferentes porcentajes que indican la proporción de variables indicativas que sugieren las diferentes orientaciones de política monetaria (restringida, moderadamente restringida, invariable, moderadamente relajada y relajada) y se obtuvo un índice sintético que fluctúa entre 0 y 100. A mayor (menor) valor del índice sintético, la proporción de variables indicativas que sugiere restringir la política monetaria es mayor (menor). Esta formulación propuesta del índice sintético se analizará de manera complementaria a la formulación tradicional. A continuación se ilustra el índice sintético propuesto conjuntamente con la tasa de interés líder de la política monetaria para el período 2007-2009.





El índice sintético aquí ilustrado es una aplicación de la metodología propuesta con visión retrospectiva.



## E. VARIABLES DE SEGUIMIENTO<sup>5</sup>

Dada su importancia en el entorno monetario y macroeconómico, se propone monitorear continuamente las variables de seguimiento siguientes:

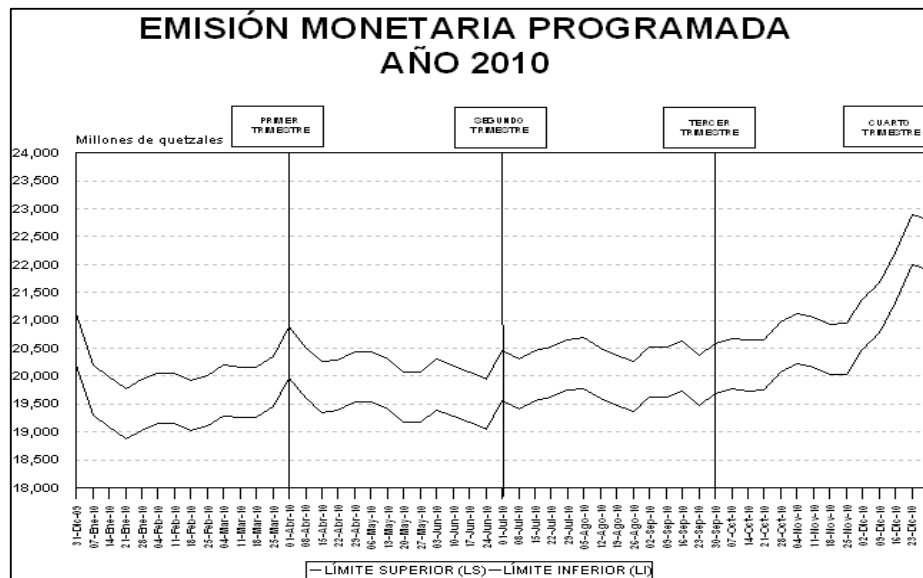
1. Emisión monetaria
2. Base monetaria amplia
3. Medios de pago
4. Crédito bancario al sector privado

A continuación se presentan las principales características de las variables de seguimiento.

### 1. Emisión monetaria

La emisión monetaria constituye un indicador de los niveles de liquidez primaria existentes en la economía, cuyo seguimiento y proyección son útiles para anticipar posibles presiones sobre el nivel general de precios.

En este sentido, se realiza una estimación puntual de la emisión monetaria, congruente con la meta de inflación y con el crecimiento previsto de la actividad económica. Asimismo, se genera un corredor o margen de fluctuación para dicha variable, consistente con el margen de tolerancia establecido para la meta de inflación, tal como se ilustra a continuación.



<sup>5</sup> Con relación a las variables de seguimiento utilizadas en 2009, la relativa a la Tasa de Interés de Paridad, se propone no seguir utilizándola en 2010, debido a que un análisis de correlaciones dinámicas de la inflación observada respecto a dicha variable concluyó que ésta no contribuye significativamente a explicar el comportamiento de la inflación en el mediano plazo, razón por la cual se propone eliminarla.



La proyección del programa monetario para 2010 es consistente con la meta de inflación propuesta (5.0% +/- 1.0 punto porcentual) y con el crecimiento económico previsto de entre 1.3% y 2.1%. Con esa base, la demanda de emisión monetaria estimada para 2010 registraría una variación relativa interanual de 8.2%, lo que representa un incremento de Q1,702.4 millones.

#### RECUADRO 4

##### EMISIÓN MONETARIA

La emisión monetaria está constituida por la suma del numerario en circulación y la caja de los bancos del sistema.

En el régimen de metas explícitas de inflación, en el cual la política monetaria no tiene un objetivo cuantitativo para determinado agregado monetario, el banco central determina las condiciones generales de liquidez de la economía, mediante la implementación de una tasa de interés relevante, y los agentes económicos, por su parte, son quienes determinan los montos de los agregados monetarios y sus fluctuaciones. En ese sentido, puede afirmarse que, la emisión monetaria es determinada básicamente por factores de demanda más que por factores de oferta.

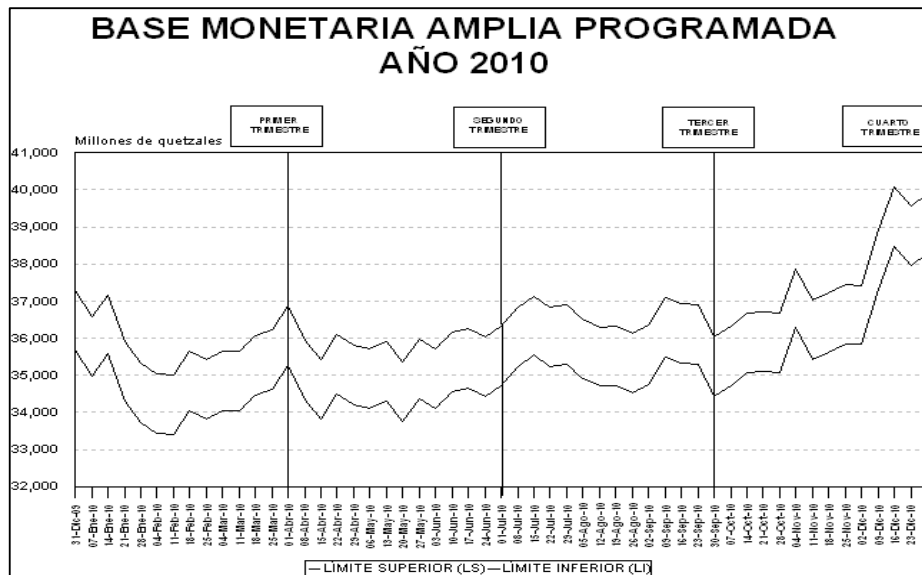
Por otro lado, cabe indicar que la participación de la emisión de billetes y monedas en la integración total de los medios de pago dependerá, entre otros factores, de la aceptación y efectividad de sus sustitutos. En otras palabras, un sistema financiero que cuente con innovaciones financieras que faciliten la realización de transacciones económicas de manera segura, rápida y eficiente contribuirá a que los agentes económicos necesiten tener menos billetes y monedas en su poder. De esa cuenta, la emisión monetaria reacciona a cambios en factores de demanda de dinero (motivo transacción, precaución o especulación y avances tecnológicos en los medios de pago), más que a cambios en factores de oferta de dinero.

## 2. Base monetaria amplia

La base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, el encaje bancario y el saldo de las OEM de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento hasta 91 días)<sup>6</sup>.

De la misma forma como se plantea para la base monetaria, el seguimiento de la base monetaria amplia se estaría llevando a cabo mediante un corredor que incorpora fluctuaciones transitorias de liquidez y que es congruente con el margen de tolerancia de la meta de inflación establecida, tal como se ilustra a continuación.

<sup>6</sup> De conformidad con el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), del Fondo Monetario Internacional, los países tienen diferentes definiciones de base monetaria e incluso dentro de un mismo país puede emplearse más de una definición según su uso específico. El referido manual indica que en ocasiones la base monetaria contiene componentes adicionales, dependiendo de las clases de pasivos emitidos por el banco central y el uso analítico para el que se formula la base monetaria.



Se prevé que para 2010, la base monetaria amplia crecerá 7.1% (Q2,595.9 millones) respecto del valor de cierre de 2009.

Cabe indicar que el corredor que se propone, que sirva de referencia para el seguimiento de la base monetaria amplia en 2010, parte de un valor mayor que el correspondiente a la estimación original para fines de 2009. De hecho, de enero a noviembre de 2009, la base monetaria amplia se mantuvo desviada por encima de su corredor programado y se prevé que finalice el año en condiciones similares.<sup>7</sup> El desvío de esta variable respecto de su corredor se originó en el segundo semestre de 2008 y fue causado fundamentalmente por los factores monetizantes siguientes: i) reducción del saldo de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala; ii) traslado de depósitos a plazo en el Banco de Guatemala, de plazos mayores de 91 días a plazos menores; y, iii) compra de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de Guatemala.

En la determinación del corredor de referencia para 2009 de la base monetaria amplia se consideró que la expansión que dicha variable observó en el segundo semestre de 2008 sería de carácter temporal y que debería revertirse a lo largo de 2009, por lo cual el corredor mencionado no validó el desvío registrado a fines de 2008, sino, más bien, le dio continuidad al corredor referencial correspondiente a 2008; sin embargo, tomando en cuenta, por una parte, que el desvío de la base monetaria amplia persistió en el año 2009 y, por la otra, que la política monetaria podría inducir un traslado de depósitos a plazo en el Banco de Guatemala, de plazos menores de 91 días a plazos mayores, se considera apropiado que el centro del corredor

<sup>7</sup> El desvío promedio de la base monetaria amplia, por encima del límite superior de su corredor programado, de enero a noviembre de 2009, fue de Q5,229.2 millones.



referencial para 2010 tome como punto de partida un valor menor en Q1,600.0 millones<sup>8</sup> al saldo esperado para esta variable al 31 de diciembre de 2009.

#### RECUADRO 5

##### BASE MONETARIA AMPLIA

En términos prácticos, el dinero, en sus distintas definiciones, tiene su origen en la emisión de pasivos monetarios por parte de las entidades que por su naturaleza realizan intermediación financiera. De conformidad al Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), del Fondo Monetario Internacional, las entidades que participan en proceso de creación de dinero se denominan “Sociedades de Depósito” y estas sociedades están conformadas por el Banco Central y por las Otras Sociedades de Depósito (OSD). El Banco Central tiene la facultad de ser emisor primario de dinero y las OSD participan en la creación secundaria de dinero. La agregación de los pasivos monetarios del Banco Central y los de las OSD constituyen los agregados monetarios, los cuales a su vez se clasifican de acuerdo a su liquidez desde agregados más estrictos, como el medio circulante, hasta agregados más amplios, como los medios de pago totales, en los cuales se incluyen los instrumentos financieros menos líquidos y/o expresados en moneda extranjera.

Partiendo de lo anterior, es fácil comprender que la Base monetaria por definición no es un agregado monetario porque incluye únicamente los pasivos monetarios del Banco Central que están en poder de las OSD y del público. No obstante, el seguimiento adecuado de la Base Monetaria es muy importante, ya que es a través de la creación primaria de dinero como se activa el proceso espontáneo de creación secundaria de dinero y, por lo tanto, de la corriente nominal que sustenta el comportamiento de la actividad económica en términos reales.

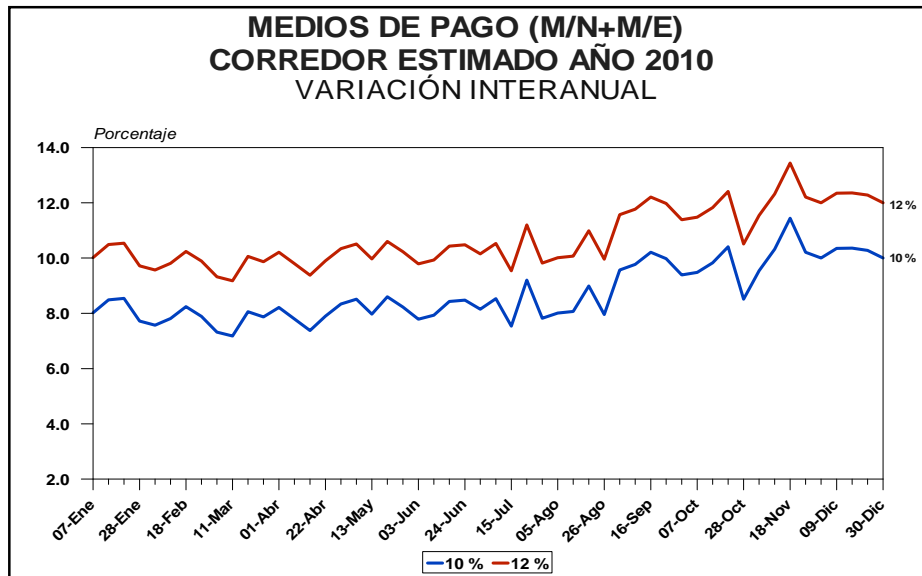
En ese sentido, la cuantificación de la Base Monetaria se ha visto afectada por los cambios en la composición de los balances contables de los bancos centrales. En los años noventa del siglo pasado fue cada vez más común la utilización de instrumentos indirectos de política monetaria, tales como las operaciones de estabilización monetaria (OEM) y se fue reduciendo el número de bancos centrales que utilizaban activamente instrumentos directos de control monetario como el encaje bancario. Por lo anterior, el rubro de las OEM en el pasivo de los bancos centrales fue creciendo y convirtiéndose en un indicador importante de las condiciones de liquidez en la economía, pero estaba siendo excluido de la definición tradicional de Base Monetaria, ya que ésta incluía únicamente a la Emisión Monetaria y los depósitos de reserva de las OSD en el banco central (encaje bancario). Cabe indicar que dichos depósitos tienen un componente requerido y otro excedente, el cual es fácilmente convertible en Depósitos a Plazo (DP) en el Banco Central. Por ello, la base monetaria principió a registrar una volatilidad excepcional al registrar las recomposiciones en los tipos de pasivos del Banco Central. De esta cuenta surgió la necesidad de redefinir la Base Monetaria de tal manera que fuera posible, por una parte, incluir los pasivos relativamente nuevos que estaba emitiendo el Banco Central y, por la otra, reducir su volatilidad. De esa cuenta el Banco de Guatemala inició en 2006 el seguimiento de esta nueva variable, denominada Base Monetaria Amplia, en la que se incluyen, adicionalmente a los pasivos incluidos en la definición tradicional de base, las OEM del Banco en poder de las OSD y del público, pero con la particularidad de que únicamente se consideran aquéllos cuyo vencimiento es menor a 91 días, ya que las OEM colocadas a plazos mayores tienen relativamente menos relevancia para efectos de análisis de la creación secundaria de dinero y por lo tanto de liquidez en la economía.

### 3. Medios de pago

Los medios de pago (M2) miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma tal que sea consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero. En virtud de lo anterior, se prevé que para finales de 2010 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) crecerán en un rango de entre

<sup>8</sup> El monto de Q1,600.0 millones corresponde, aproximadamente, al efecto monetizante (en términos de base monetaria amplia) de la reducción observada en el saldo de operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de 91 días, en el período comprendido entre el 27 de junio de 2008 (cuando comenzó a generarse el desvío de la base monetaria amplia respecto de su corredor) y el 17 de diciembre de 2009.

10.0% y 12.0%, en términos interanuales, como se ilustra, por medio del corredor estimado, en la gráfica siguiente.

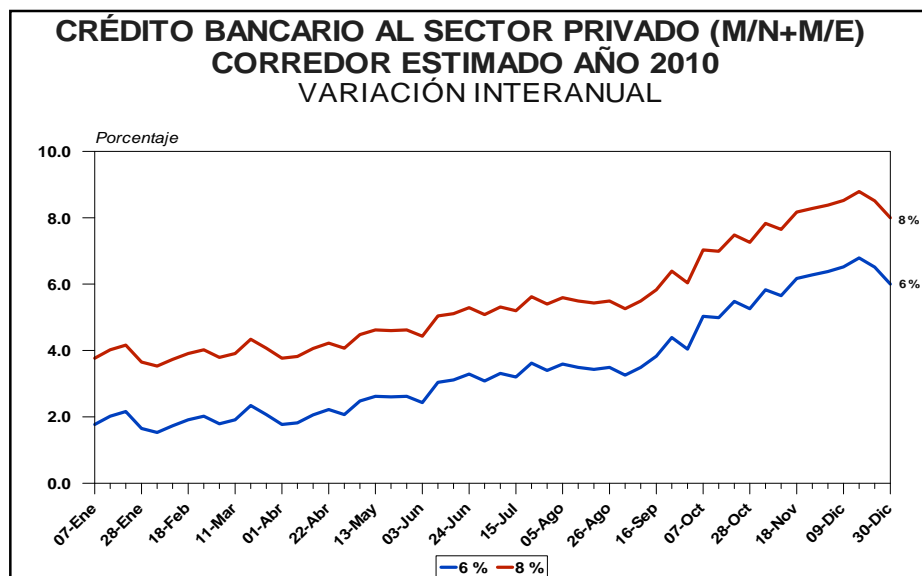


Cabe indicar que, además del corredor proyectado, también se propone llevar a cabo una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual de los medios de pago para diciembre de 2010, la cual variaría periódicamente en función de nueva información relevante que se observe.

#### 4. Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado mide el monto de recursos financieros intermediados por el sistema bancario, que utiliza la economía para financiar la actividad real.

De igual forma que los otros agregados monetarios mencionados, el crecimiento interanual estimado del crédito bancario al sector privado (en moneda nacional y en moneda extranjera) se determina de manera consistente con la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria y con el crecimiento previsto de la actividad económica. En ese sentido, para diciembre de 2010 se proyecta un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado en un rango de entre 6.0% y 8.0%, congruente con un corredor estimado para todo el año, el cual se ilustra a continuación.



Cabe indicar que, además del corredor proyectado, también se plantea llevar a cabo una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2010, la cual variaría periódicamente en función de nueva información relevante que se observe.

## F. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2010, se considera conveniente explicitar los principios que podrían orientar la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

### 1. Enfoque en el objetivo fundamental

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

### 2. El uso de operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituyen las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central con los sectores financiero, público y privado no financiero, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.



### **3. Flexibilidad cambiaria**

En un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, la ausencia de compromisos con algún nivel o trayectoria del tipo de cambio nominal, provee autonomía monetaria y credibilidad al Banco Central para alcanzar su objetivo fundamental, el cual consiste en lograr una inflación baja y estable, coadyuvando así a evitar distorsiones en el resto de variables macroeconómicas, por ejemplo en la tasa de interés. A ese respecto, cabe indicar que dicho esquema cambiario se constituye en un elemento fundamental de apoyo para el mejoramiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala.

No obstante lo anterior, si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, siempre que dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. Para ese efecto, dicha participación debe sustentarse preferentemente en criterios objetivos y transparentes para generar certeza en el mercado cambiario. Sin embargo, también es necesario que el Banco de Guatemala cuente con una herramienta de participación en el mercado cambiario, en forma excepcional, cuando existen razones extraordinarias, a efecto de que pueda comprar o vender dólares, cuando considere que la volatilidad del tipo de cambio nominal es inusualmente alta.

## **G. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA**

### **1. Mercado monetario**

#### **a) Tasa de interés líder de política monetaria**

En un régimen de metas explícitas de inflación, el banco central da a conocer la postura de la política monetaria, en relación con la perspectiva inflacionaria de la economía, mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez de los mercados financieros y que suele denominarse “tasa de interés de política monetaria”. En efecto, cuando el banco central identifica presiones inflacionarias relevantes, incrementa el nivel de la tasa de interés de política monetaria para restringir la liquidez y promover el incremento de otras tasas de interés de plazos más largos que inciden en los niveles de consumo y de inversión. Cuando, por el contrario, el banco central identifica presiones desinflacionarias importantes, reduce el nivel de la tasa de interés de política monetaria; y deja ésta invariable, cuando considera que la perspectiva inflacionaria es consistente con la consecución de la meta de inflación.

En el caso de Guatemala, el Banco Central adoptó en 2005 la tasa de interés de los depósitos constituidos en el Banco de Guatemala al plazo de siete días como la tasa de interés líder de política monetaria. Los ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria que están en proceso de implementación eventualmente permitirán que la tasa de interés líder se defina sobre el plazo de un día. En todo caso, la determinación de la tasa de





interés líder por parte de Junta Monetaria continuará constituyendo el mecanismo principal por medio del cual se comuniquen la postura de la política monetaria y se oriente la implementación de las operaciones de estabilización monetaria.

**b) Operaciones de estabilización monetaria**

La moderación que se ha logrado en las principales variables macrofinancieras (inflación, tasas de interés y tipo de cambio nominal), se explica por la aplicación de una política monetaria que, con la elección de un ancla nominal (meta de inflación) y dentro del contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, se ha apoyado tanto en la realización de OEM como en la disciplina de la política fiscal.

Con esa base y privilegiando el uso de instrumentos de regulación monetaria indirecta en un ambiente de condiciones de mercado, para 2010 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, ya que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir, como se indicó, con el objetivo fundamental de promover la estabilidad del nivel general de precios.

En ese marco, en tanto se implementan los ajustes previstos a los procedimientos operativos de la política monetaria y se hace necesaria la adaptación de algunos de los mecanismos que actualmente ha utilizado el Banco de Guatemala para la recepción de depósitos a plazo, se continuarán utilizando los mecanismos siguientes:

· **Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)**

Por medio de este mecanismo se realizarán captaciones en forma directa con bancos y sociedades financieras, al plazo de 7 días.

· **Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A.**

En este mecanismo, se realizarán captaciones por medio de las casas de bolsa, al plazo de 7 días.

· **Licitaciones**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país y en forma directa, para lo cual se convocará a las licitaciones por fechas de vencimiento, con cupos predeterminados.

· **Ventanilla**

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones con entidades del sector público y con el sector privado no financiero.



**c) Medidas para 2010**

**i) Encaje bancario**

El encaje bancario constituye un instrumento que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito bancario, razón por la cual, de acuerdo con las mejores prácticas internacionales, en la actualidad se utiliza como resguardo de liquidez. En este sentido, dado que las entidades bancarias mantienen excedentes razonables de encaje bancario, se propone mantener la tasa de encaje en 14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

**ii) Prestamista de última instancia**

De conformidad a las mejores prácticas internacionales sobre la materia, el apoyo financiero del Banco Central a los bancos del sistema se orienta únicamente a solventar deficiencias temporales de liquidez, con lo que se persigue apoyar financieramente a las instituciones bancarias para que, por una parte, no se afecte el normal funcionamiento del sistema de pagos y, por la otra, no se presione innecesariamente las tasas de interés de corto plazo; es decir, que dicho apoyo debe ser únicamente una "válvula de seguridad" que responda a movimientos inesperados de la liquidez que eventualmente impidan una distribución fluida de las reservas por medio del mercado interbancario.

Con el objeto de propiciar el adecuado uso de la función de prestamista de última instancia, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establece límites a dicha operación, a fin de privilegiar la consecución de su objetivo fundamental, el cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Sobre el particular, se observará lo dispuesto por la Junta Monetaria en la resolución JM-50-2005, en la que se aprobaron los lineamientos para el otorgamiento de crédito a los bancos privados nacionales, de conformidad con lo establecido en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, orientado, entre otros aspectos, a determinar el procedimiento que de manera general y uniforme debe observarse para el otorgamiento de tales créditos, con el propósito, por un lado, de que se atiendan con la celeridad necesaria las solicitudes que se presenten y, por el otro, que las instituciones bancarias conozcan los requisitos que deben cumplir para obtener dicho financiamiento.

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

Al examinar los vencimientos de las operaciones de estabilización monetaria y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta de emisión monetaria generada por dichos vencimientos ha sido consistentemente mayor a la demanda. Esta situación evidencia la necesidad de que el Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, pueda realizar operaciones de estabilización monetaria, cuyos vencimientos sean mayores de un año, para que gradualmente, por una parte, el Banco de



Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y, por la otra, mejore el manejo de sus pasivos.

Es importante puntualizar que mejorar la posición del Banco Central frente al mercado de dinero tiene la ventaja de que coadyuva al proceso de fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación y, con ello, incrementa la credibilidad de la política monetaria, aspecto que permite moderar las expectativas inflacionarias.

**iv) Operaciones de inyección de liquidez por medio de la MEBD**

El Banco de Guatemala continuará colocando posturas de inyección de liquidez en la MEBD.

**v) Operaciones de mercado abierto**

El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, para cuyo efecto, al igual que en 2009, se propone que la Junta Monetaria los declare elegibles, de conformidad con lo establecido para el efecto en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

**2. Mercado cambiario**

**a) Participación del Banco de Guatemala**

En relación con la política cambiaria, si bien para 2010 las expectativas anticipan un proceso de recuperación económica mundial, se estima que la actividad económica continúe evolucionando a un ritmo débil, toda vez que la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y se prevé que los niveles de desempleo en las economías avanzadas continúen elevados. En ese contexto, se considera conveniente mantener la aplicación de las disposiciones cambiarias vigentes.

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

Se estima prudente que el Banco Central en 2010 continúe disponiendo de un instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la recepción de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, de conformidad con lo establecido en la resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004.



## H. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

### 1. Continuar con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Tomando en consideración que la información sobre los precios de los títulos que se negocian en el mercado secundario de valores constituye un elemento importante en el desarrollo y profundización del mismo, se propone que el Banco de Guatemala continúe consolidando y publicando la información sobre las operaciones que se realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala o con los certificados representativos de tales bonos, en el mercado bursátil y extrabursátil. Al respecto, se propone a la Junta Monetaria que, al igual que en 2009, instruya a los bancos del sistema y sociedades financieras para que informen al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y Certificados Representativos de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado bursátil y extrabursátil, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

Una vez consolidada la información, el Banco de Guatemala continuará poniendo a disposición de los participantes la información de plazos, tasas de rendimiento y montos negociados, en términos globales, en su sitio de Internet.

### 2. Mercado de divisas a plazo

#### a) Contratos *forward* de divisas

La Junta Monetaria con el propósito de transparentar las operaciones que se realizan en el mercado de divisas a plazo, a efecto de que los agentes económicos cuenten con precios de referencia para las operaciones que realicen en dicho mercado, instruyó para que durante 2009, las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas informaran al Banco de Guatemala, diariamente, las características financieras de las operaciones con este tipo de contratos y que una vez consolidada dicha información el Banco de Guatemala la pusiera a disposición de los participantes en su sitio de Internet. En el cuadro siguiente se presenta un resumen de los contratos *Forward* negociados y liquidados, informados al Banco de Guatemala por parte de las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas.



**CONTRATOS FORWARD  
CONTRATOS NEGOCIADOS Y LIQUIDADOS**

**DEL 01/01/2009 AL 30/11/2009**

(cifras en millones de US Dólares)

<b>CONTRATOS NEGOCIADOS</b>					
TIPO DE MONEDAS	RANGO DE PLAZOS (en días)	MONTOS NEGOCIADOS			
		EN MONEDA EXTRANJERA		EN US DÓLARES	
		COMPRAS	VENTAS	COMPRAS	VENTAS
Dólares de E.E.U.U.	1- 364			27.1	203.41
Euros	9 -182	0.3	0.4	0.4	0.5
Yenes	1-95	121.0	121.8	1.2	1.3
<b>TOTAL</b>		-	-	28.7	205.2
<b>CONTRATOS LIQUIDADOS</b>					
TIPO DE MONEDAS	RANGO DE PLAZOS (en días)	MONTOS LIQUIDADOS			
		EN MONEDA EXTRANJERA		EN US DÓLARES	
		COMPRAS	VENTAS	COMPRAS	VENTAS
Dólares de E.E.U.U.	1 - 277	-	-	16.1	162.2
Euros	9 -92	0.2	0.3	0.2	0.4
Yenes	11- 95	121.0	121.8	1.2	1.3
<b>TOTAL</b>		-	-	17.5	163.8

Como se puede observar, durante 2009 ha habido operaciones *forward* de compra negociadas por un monto de \$28.7 millones y de venta por \$205.2 millones. En operaciones liquidadas, las compras ascendieron a \$17.5 millones, mientras que las ventas lo hicieron en \$163.8 millones. En ese sentido, se considera que la mayor volatilidad que mostró el comportamiento del tipo de cambio durante 2009 coadyuvó a incrementar dichas operaciones, así como la decisión de la Junta Monetaria de que se informara acerca de las mismas. Para 2010 se considera conveniente que las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas continúen informando al Banco de Guatemala, diariamente, las características financieras de los contratos *forward* negociados, en la forma que establezca el Banco Central, de manera que una vez consolidada dicha información, éste proceda a ponerla a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

### 3. Coordinación con la política fiscal<sup>9</sup>

Una coordinación eficiente y eficaz de las políticas monetaria y fiscal es necesaria para evitar que el peso de la estabilidad recaiga exclusivamente en una de las políticas mencionadas y, por consiguiente, se generen distorsiones, como presiones innecesarias sobre el tipo de cambio nominal, las tasas de interés, la deuda pública y la liquidez del sistema financiero nacional, las cuales pueden mermar el crecimiento económico.

<sup>9</sup> A fin de fortalecer la eficiencia y credibilidad de la política macroeconómica, es preciso fortalecer la comunicación institucional entre el Banco Central y el Ministerio de Finanzas Públicas mediante la continuidad del grupo de trabajo constituido en 2002 y formalizado en 2003 por ambos entes, mediante el canje de notas, a fin de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal cumplir con sus objetivos en materia de estabilidad macroeconómica.



Durante 2009, la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se continuó llevando a cabo mediante un Comité de Coordinación que, conforme lo acordado entre el Ministerio de Finanzas Públicas y el Banco de Guatemala, se reúne periódicamente, por una parte, para darle seguimiento a las operaciones realizadas por dichos entes y, por la otra, para evaluar las acciones a adoptar respecto de dicha coordinación, velando porque las mismas sean acordes a un programa monetario y fiscal consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, y coherentes con el marco del programa económico del país.

En el contexto descrito, se considera que para 2010 se continúe con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria en virtud de que constituye un activo que fortalece la institucionalidad de la política macroeconómica en el país.

#### **4. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala**

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones, que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, el Banco de Guatemala, en un esquema de metas explícitas de inflación, anuncia públicamente el calendario anual de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. A continuación se propone el calendario que el Banco de Guatemala podría anunciar para 2010. Dicho calendario se elaboró tomando en consideración, por una parte, la disponibilidad de la información relevante para la toma de decisión respecto de la tasa de interés líder y, por la otra, la adecuación del período de tiempo entre cada decisión, para permitir un análisis más completo del balance de riesgos de inflación, del entorno, tanto interno como externo, en el que se desempeña la política monetaria.

#### **CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2010**

<b>FECHA</b>
10 DE FEBRERO
24 DE MARZO
28 DE ABRIL
23 DE JUNIO
28 DE JULIO DE
29 DE SEPTIEMBRE
27 DE OCTUBRE
24 DE NOVIEMBRE



#### **IV. RECOMENDACIÓN**

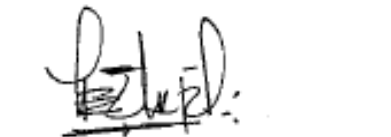
El Consejo Técnico del Banco de Guatemala, con base en lo expuesto, se permite recomendar a la Junta Monetaria determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos consignados en el presente dictamen.



Atentamente,



Juan Carlos Castañeda F.  
Director  
Depto. Estudios Económicos



Sergio Javier López Toledo  
Subdirector  
Depto. Investigaciones Económicas



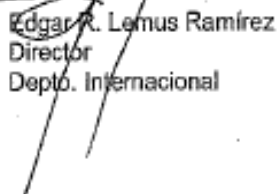
Pablo A. Marroquín F.  
Director  
Depto. Análisis Bancario y Financiero



Otto René López F.  
Director  
Depto. Estadísticas Económicas



Jorge Vinicio Cáceres Dávila  
Subdirector  
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

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 21 de diciembre de 2009.





# ANEXOS



## ANEXO 1 PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2010

### A. DEL SECTOR REAL

Después de que la economía mundial experimentó un periodo recesivo que se acentuó durante el primer semestre de 2009, las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas mejoraron, dando indicios de alguna recuperación; no obstante, existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación se perfila moderado. En ese contexto, de acuerdo con las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>10</sup>, se prevé que América Latina muestre una tasa de crecimiento económico de 2.9% en 2010 (-2.5% en 2009) y que la economía de los Estados Unidos de América crezca 1.5% en 2010 (-2.7% en 2009).

Para 2010, según estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales estaría registrando un crecimiento de entre 1.3% y 2.1%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.6%.

El comportamiento esperado para la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, en un contexto de perspectivas moderadas de reactivación de la demanda externa de los principales socios comerciales de Guatemala, particularmente, por la recuperación que experimentarían las economías de los Estados Unidos de América, de Centroamérica y de la Zona del Euro; en la recuperación del comercio mundial; en el crecimiento de las exportaciones, de las importaciones, de la inversión extranjera directa, así como de los ingresos de divisas por remesas familiares y por turismo.

En el orden interno, la estimación estaría apoyada por el mantenimiento de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, ésta última con un moderado sesgo anticíclico; por niveles de inflación moderados; por una aceleración del crédito bancario al sector privado; y, por el mayor dinamismo de la mayoría de actividades económicas.

A nivel de actividades económicas que, con excepción de la *Construcción*, cuyas tasas continuarían siendo negativas; se proyectan crecimientos positivos, en la mayoría de casos, superiores a las de 2009, como se describe a continuación.

En la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.5% en el PIB) el crecimiento de 2.5% estimado es superior al de 2009. Este comportamiento, según apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores y del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), estaría influenciado, principalmente, por la recuperación de la producción de cultivos no tradicionales, particularmente de maíz, de frijol y de hortalizas, así como por un mayor dinamismo en la producción de frutas, en la cría de ganado bovino y en la de aves de corral.

<sup>10</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 2009.



En cuanto a los cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo), en conjunto, se espera un crecimiento de 1.8%, menor al previsto para 2009 (5.8%).

En lo relativo a la producción de café pasaría de -0.3% en 2009 a un crecimiento de 0.5% en 2010. Según apreciaciones de la Asociación Nacional del Café (Anacafé), para 2010 habría un mayor rendimiento en las áreas de cultivo, principalmente, en las zonas más altas del país.

En la producción de banano, un crecimiento de 4.0% sobre el de 2009. Según la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S. A. (Cobigua) y la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S. A. (Bandegua), dicho comportamiento estaría asociado a una normalización en la demanda externa del producto, ante la desaparición de los problemas de oferta que experimentaron otros países productores en 2009.

En el caso de la producción de cardamomo, el volumen de producción registraría un aumento de 1.0% (0.5% en 2009). De conformidad con opiniones de productores locales, dicho comportamiento estaría asociado al incremento observado de los precios en el mercado internacional en los últimos años.

En cuanto a la producción de maíz y de frijol, se estima que ambas crezcan 1.5% (-7.0% y -3.3%, respectivamente en 2009). Por su parte, la producción de hortalizas y frutas se prevé que muestre una tasa de crecimiento de 1.7% y 8.4%, respectivamente; porcentajes superiores a los estimados en 2009 (-1.1% y 4.2%, en su orden). Según apreciaciones del MAGA, el ritmo de crecimiento esperado estaría fundamentado, principalmente, en las expectativas de condiciones climáticas favorables para la producción de dichos cultivos.

Para el caso de la cría de ganado bovino y de aves de corral, ambas mostrarían un crecimiento de 2.5% (0.7% y 1.7%, respectivamente en 2009). Según apreciaciones de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguate) y del MAGA, el mayor dinamismo obedecería, entre otros factores, a la expectativa de una mayor demanda interna de dichos productos.

En lo que respecta a la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB), se espera un crecimiento de 0.7% (-1.1% en 2009). Este comportamiento estaría influenciado, principalmente, por el incremento esperado en la extracción de minerales metálicos, asociado al incentivo de mejores precios internacionales.

En cuanto a la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.3% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 1.7% para 2010, superior al de 2009 (1.0%); resultado influenciado por el incremento en la producción de alimentos y bebidas, asociado, por una parte, a la recuperación de la demanda y, por la otra, al mayor volumen de producción de bebidas gaseosas, resultado de las alianzas estratégicas de empresas nacionales con empresas extranjeras. Asimismo, se estima un leve incremento en la producción de textiles y prendas de vestir, derivado de la recuperación en la demanda de los Estados Unidos de América, principal mercado de dichos productos.



La industria de productos destinados a la construcción, como cemento y artículos de hormigón, registraría una caída respecto de 2009, asociado a los menores niveles de producción en la actividad de la construcción.

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.6% en el PIB), un crecimiento de 1.9% (0.1% en 2009); sería resultado de una mayor generación de energía eléctrica asociada a la recuperación esperada, tanto en la demanda de la mayoría de actividades económicas como en la demanda por parte de los hogares<sup>11</sup>.

En el caso de la actividad *Construcción* (con una participación de 3.1% en el PIB), se contraería 7.1%, menor al -13.4% de 2009, explicado, fundamentalmente, porque continuaría contraída la construcción de edificaciones, tanto residenciales como no residenciales<sup>12</sup> y por menor número de metros autorizados de construcción durante el segundo semestre de 2009, cuya realización finalizaría durante 2010.

Para la actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se estima una tasa de crecimiento de 2.0% (-1.6% en 2009), esta recuperación se deriva del incremento en las importaciones de bienes y a la expectativa de un mayor valor bruto de la producción de bienes agropecuarios e industriales.

En cuanto a la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.9% en el PIB), se prevé un crecimiento de 2.9% (4.8% en 2009); resultado, por un lado, de la evolución de la subactividad correo y comunicaciones, la cual registraría una tasa de crecimiento de 3.0% (7.2% en 2009), asociado al menor dinamismo de la activación de líneas telefónicas; y, por el otro, a la evolución en la subactividad transporte, que pasaría de un crecimiento de 1.5% en 2009 a 2.8% en 2010, asociado a la recuperación del comercio exterior, aspecto que incidiría positivamente en el transporte de carga vía terrestre.

La actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.6% en el PIB), registraría un crecimiento de 6.7% (6.3% en 2009), resultado de la recuperación esperada en el otorgamiento de crédito bancario al sector privado.

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.3% en el PIB), un crecimiento de 2.6% (3.1% en 2009). Este comportamiento estaría explicado por la evolución de los indicadores del sector construcción en el 2009.

Para la actividad *Servicios privados* (con una participación de 16.0% en el PIB), una tasa de crecimiento de 2.0% (1.5% en 2009), comportamiento asociado, principalmente, al dinamismo de las actividades agrícolas, industriales y comerciales, principales demandantes de dichos servicios.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.3% en el PIB), un crecimiento de 2.8% (13.3% en 2009), asociada, al comportamiento de las remuneraciones del Gobierno Central.

<sup>11</sup> Estimaciones del Administrador del Mercado Mayorista (AMM).

<sup>12</sup> Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, ampliaciones, paredes y reparaciones; así como aquella para uso de comercios y oficinas; industrias, bodegas y/o talleres.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN**  
**AÑOS 2009 - 2010**  
**Estructura porcentual y tasas de crecimiento**

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.4	13.5	1.7	2.5
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	-1.1	0.7
3. Industrias manufactureras	18.3	18.3	1.0	1.7
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	2.6	0.1	1.9
5. Construcción	3.3	3.1	-13.4	-7.1
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.7	11.7	-1.6	2.0
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.8	10.9	4.8	2.9
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.4	4.6	6.3	6.7
9. Alquiler de vivienda	10.2	10.3	3.1	2.6
10. Servicios privados	15.9	16.0	1.5	2.0
11. Administración pública y defensa	7.2	7.3	13.3	2.8
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>			<b>0.6</b>	<b>1.3 - 2.1</b>

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

## B. DE LA BALANZA DE PAGOS

De igual forma como la crisis económica internacional se propagó en los países de la región por medio de dos canales de transmisión, el canal del sector real y el canal del sector financiero, la recuperación económica se empezará a evidenciar gradualmente en ambos. Respecto al canal de transmisión del sector real, la recuperación económica posterior a la crisis financiera internacional se manifestará en los países de la región latinoamericana mediante un incremento en los ingresos por exportaciones, por turismo, por remesas familiares y por inversión extranjera directa, en forma moderada. Por su parte, en lo que respecta al canal de transmisión del sector financiero, la recuperación post crisis se caracterizará por medio de un incremento en el valor de los activos financieros de los sistemas bancarios, así como por un aumento en la disponibilidad de recursos disponibles para el otorgamiento de créditos comerciales.

En el contexto de las perspectivas del sector externo, se contemplan dos opciones, los cuales difieren respecto al origen del financiamiento del déficit fiscal. En efecto, la Opción 2 se contempla la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$500.0



millones, mientras que la Opción 1 se prevé que dicho monto se coloque por su equivalente en quetzales en el mercado financiero interno. Ambas opciones se presentan a continuación.

## 1. Opción 1

De conformidad con esta opción, se prevé que los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala podrían aumentar aproximadamente US\$26.1 millones, como resultado del superávit estimado en la cuenta capital y financiera por US\$1,083.6 millones, generado, principalmente, por los ingresos provenientes del financiamiento externo neto del Sector Público para 2010 por alrededor de US\$537.1 millones. El referido superávit sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado de US\$1,057.5 millones, equivalente a 2.7% del PIB (1.0% en 2009).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$7,322.5 millones, monto mayor en US\$142.6 millones (2.0%) al estimado para 2009. Dicho resultado determinado, por el incremento en el valor de las exportaciones de otros productos por US\$156.0 millones (3.0%). De ese monto, las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo US\$72.1 millones (3.5%), mientras que al resto del mundo US\$83.9 millones (2.7%). Por su parte, las exportaciones de los principales productos disminuirían en US\$14.3 millones (-0.7%), respecto de 2009.

A nivel de productos, las exportaciones de café registrarían un leve aumento en su valor, al pasar de US\$565.8 millones en 2009 a US\$576.6 millones en 2010, como resultado del aumento previsto tanto en el volumen como en el precio medio de exportación, los cuales se ubicarían en 4,947.8 miles de quintales (4,908.5 miles de quintales en 2009) y US\$116.54 por quintal (US\$115.27 por quintal en 2009).

En lo concerniente al valor de las exportaciones de azúcar, éste se situaría en US\$473.8 millones, superior en US\$38.7 millones (8.9%) respecto de 2009, debido a un incremento proyectado en el volumen exportado de 3,011.7 miles de quintales (10.0%), y una ligera reducción en el precio medio de exportación, el cual pasaría de US\$14.45 por quintal en 2009 a US\$14.30 por quintal en 2010.

En el caso del banano, el valor de las exportaciones podría situarse en US\$567.7 millones, monto superior en US\$33.4 millones (6.3%) al de 2009. Este resultado se explicaría, por el aumento en el volumen de exportación, que pasaría de 36,700.4 miles de quintales en 2009 a 38,535.4 miles de quintales en 2010 y por el incremento en el precio medio de exportación por quintal, que pasaría de US\$14.56 en 2009 a US\$14.73 en 2010.

En lo relativo al valor de las exportaciones de cardamomo, éstas se situarían en US\$134.1 millones, monto menor en US\$119.1 millones (-47.1%) al estimado para 2009. Dicho resultado se derivaría de la disminución en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$641.99 en 2009 a US\$320.99 para 2010, así como del incremento en el volumen exportado, al pasar de 394.4 miles de quintales en 2009 a 417.7 miles de quintales en 2010.



En lo que respecta al petróleo el valor de las exportaciones, pasaría de US\$165.0 millones en 2009 a US\$186.9 millones en 2010, resultado, principalmente, de que para 2010 el precio internacional del crudo, en promedio, sería superior al registrado en 2009, al ubicarse en US\$46.67 por barril (US\$40.58 por barril en 2009).

El valor FOB de las importaciones para 2010 sería de US\$11,453.6 millones, monto mayor en US\$851.4 millones (8.0%) al registrado en 2009. El resultado previsto estaría asociado, principalmente, a una mayor demanda interna. En la estimación del valor de las importaciones de mercancías generales destaca el aumento en los rubros siguientes: combustibles y lubricantes (11.0%); materiales de construcción (9.3%); maquinaria, equipo y herramienta (9.2%); bienes de consumo (9.0%); y, materias primas y productos intermedios (5.1%). Por otra parte, las importaciones de bienes adquiridos en puerto crecerían en US\$0.1 millones (9.0%).

Como resultado de las proyecciones del comercio para 2010, la balanza comercial registraría un déficit de US\$4,131.1 millones, monto mayor en US\$708.8 millones (20.7%) al déficit estimado para 2009.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$350.3 millones, mayor en US\$51.5 millones (17.2%) respecto del de 2009, asociado a los déficits en los rubros de transportes, seguros y otros servicios.

Por su parte, la balanza de renta registraría un saldo deficitario de US\$1,082.9 millones, monto superior en US\$92.6 millones (9.4%), respecto de 2009. Dicho resultado, obedecería, principalmente, a los pagos por concepto de dividendos por inversiones extranjeras.

En las transferencias corrientes se esperan ingresos netos por US\$4,506.8 millones, mayores en US\$150.4 millones (3.5%) a los estimados para 2009, debido, principalmente, al aumento de 3.5% en el ingreso neto por concepto de remesas familiares, asociado a la recuperación de la actividad económica en los Estados Unidos de América.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se espera un saldo superavitario de US\$1,083.6 millones, superior en US\$288.8 millones al valor estimado para 2009, en el cual incidiría el incremento por US\$953.6 millones en el rubro otra inversión, que pasaría de un déficit de US\$394.2 millones en 2009 a un superávit de US\$559.4 millones en 2010<sup>13</sup>, en tanto que la inversión directa aumentaría en US\$45.0 millones, al situarse en 2010 en US\$579.8 millones. Por su parte, se espera un saldo superavitario de US\$9.5 millones en la inversión de cartera.

En lo que respecta a la cuenta de capital para 2010, ésta se mantendría en saldo cero, dado que al igual que en 2009, no se proyecta recibir donaciones de capital.

Derivado del comportamiento estimado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se espera un incremento de las RMIN de US\$50.0 millones. Con el aumento

<sup>13</sup> Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público por un monto total de US\$808.7 millones, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



proyectado, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 5.0 (5.5 en 2009); y si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), el indicado sería de 4.3 meses de importaciones de bienes.





**GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS**  
**AÑOS: 2009 - 2010**  
**-En millones de US Dólares-**

CONCEPTO	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>pv/</sup>	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-355.0</b>	<b>-1,057.5</b>	<b>-702.5</b>	<b>197.9</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-3,422.3</b>	<b>-4,131.1</b>	<b>-708.8</b>	<b>20.7</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>7,179.9</b>	<b>7,322.5</b>	<b>142.6</b>	<b>2.0</b>
Mercancías Generales	7,119.4	7,261.1	141.7	2.0
Principales Productos	1,953.4	1,939.1	-14.3	-0.7
Otros Productos	5,166.0	5,322.0	156.0	3.0
Bienes Adquiridos en Puerto	60.5	61.4	0.9	1.5
<b>Importaciones FOB</b>	<b>10,602.2</b>	<b>11,453.6</b>	<b>851.4</b>	<b>8.0</b>
Mercancías Generales	10,600.7	11,452.0	851.3	8.0
Bienes Adquiridos en Puerto	1.5	1.6	0.1	9.0
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-298.8</b>	<b>-350.3</b>	<b>-51.5</b>	<b>17.2</b>
Créditos	1,555.5	1,660.8	105.3	6.8
Débitos	1,854.3	2,011.1	156.8	8.5
<b>C- RENTA</b>	<b>-990.3</b>	<b>-1,082.9</b>	<b>-92.6</b>	<b>9.4</b>
Créditos	392.6	407.2	14.6	3.7
Débitos	1,382.9	1,490.2	107.3	7.8
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>4,356.4</b>	<b>4,506.8</b>	<b>150.4</b>	<b>3.5</b>
Remesas Familiares (Netas)	3,941.3	4,079.2	137.9	3.5
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA <sup>*/</sup></b>	<b>794.8</b>	<b>1,083.6</b>	<b>288.8</b>	<b>36.3</b>
De los cuales:				
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>141.7</b>	<b>1,148.7</b>	<b>1,007.0</b>	<b>710.7</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>534.8</b>	<b>579.8</b>	<b>45.0</b>	<b>8.4</b>
En el exterior	-24.5	-29.0	-4.5	18.5
En Guatemala	559.3	608.9	49.6	8.9
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>1.1</b>	<b>9.5</b>	<b>8.4</b>	<b>765.5</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>-394.2</b>	<b>559.4</b>	<b>953.6</b>	<b>-241.9</b>
Préstamos del Sector Público	499.5	542.5	43.0	8.6
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>439.8</b>	<b>26.1</b>	<b>-413.7</b>	<b>-94.1</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)**/</b>	<b>-439.8</b>	<b>-26.1</b>	<b>413.7</b>	<b>-94.1</b>
<b>CUENTA CORRIENTE / PIB</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.7</b>		

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>pv/</sup> Cifras proyectadas

<sup>\*/</sup> Incluye errores y omisiones

<sup>\*\*/</sup> De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones por variaciones en los precios de mercado. En 2010, el aumento en RMIN sería de US\$50.0 millones, mientras que los Activos de Reserva registrarían un aumento de US\$26.1 millones por la revalorización estimada en tenencias de oro por US\$25.5 millones y por la desvalorización estimada en la tenencia de DEG por US\$1.6 millones.



## 2. Opción 2

De conformidad con esta opción, el financiamiento del déficit fiscal se realiza mediante la colocación de US\$500.0 millones en el mercado internacional como resultado se prevé, que los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala podrían aumentar aproximadamente US\$526.1 millones, como resultado del superávit estimado en la cuenta capital y financiera por US\$1,583.6 millones<sup>14</sup>. El referido superávit sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado por US\$1,057.5 millones, equivalente a 2.7% del PIB (1.0% en 2009). El resto de cuentas de la balanza de pagos sería igual al de la Opción 1.

En la cuenta de capital y financiera, el saldo superavitario de US\$1,583.6 millones, sería superior en US\$788.8 millones al valor estimado para 2009, influenciado básicamente por el aumento de US\$509.5 millones en la inversión de cartera, derivado de la colocación de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América, en el mercado internacional.

Derivado del comportamiento estimado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera habría un incremento de las RMIN de US\$550.0 millones. Con el aumento proyectado, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 5.5 (igual al de 2009), y si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), el indicador sería de 4.8 meses de importaciones de bienes.

## C. DEL SECTOR MONETARIO

En 2010 se debe continuar aplicando una política monetaria disciplinada que, en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación y mediante el uso de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la gestión monetaria del Banco de Guatemala. En ese contexto, la política monetaria debe centrarse, como lo consigna la ley, en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que, en un marco de flexibilidad cambiaria, la meta de inflación debe continuar siendo el ancla nominal de la política monetaria.

Tomando en consideración que para 2010 se plantean dos opciones fiscales, se procedió a elaborar dos opciones monetarias, los cuales guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual y con el crecimiento previsto de la actividad económica real y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal.

### 1. Opción 1

Esta opción contempla un crecimiento de la actividad real de entre 1.3% y 2.1% para 2010 y, como se indicó, una meta de inflación de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2010 registraría una tasa de crecimiento interanual de 8.2% respecto al saldo estimado para 2009. En ese contexto, se tiene que los medios de pago

<sup>14</sup> Se supone que el Gobierno Central colocaría, en el mercado internacional, Bonos del Tesoro por US\$500.0 millones, posibilidad que fue contemplada en la segunda revisión del Acuerdo *Stand-By* con el FMI.



totales (M/N + M/E) podrían crecer en un rango de entre 10.0% y 12.0%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en un rango de entre 6.0% y 8.0%, ambos en términos interanuales.

Para 2010 se prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q410.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$50.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$808.7 millones<sup>15</sup>, por intereses provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$69.1 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$25.5 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$478.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de Bonos del Tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$185.0 millones y otros egresos netos por US\$190.5 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q624.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían, principalmente, el aumento por Q1,893.0 millones en la cuenta encaje de los bancos del sistema, debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias.

En cuanto a los factores que tendrían un efecto monetizante, destaca, por una parte, la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q1,199.0 millones y, por la otra, los gastos netos estimados en alrededor de Q530.0 millones, asociados, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, la variable de cierre de los AIN serían las OEM. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería reducir en 2010 su saldo de OEM en Q1,917.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y el análisis trimestral de los factores de contracción y expansión de liquidez primaria, para el período enero-marzo de 2010, se esperaría un aumento de las reservas monetarias internacionales netas por US\$279.0 millones (equivalente a Q2,291.0 millones) y una desmonetización por Q3,488.0 millones en los AIN, esta última asociada al incremento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,992.0 millones, al aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q644.0 millones y al aumento estimado de las inversiones en Depósitos a Plazo por parte del resto del

<sup>15</sup> Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



sector público en el Banco de Guatemala por Q365.0 millones. Por lo anterior, para guardar la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala reduzca el saldo de las OEM por alrededor de Q922.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaría una contracción de la liquidez de origen externo, derivada de la disminución de reservas monetarias internacionales netas por US\$101.0 millones (equivalente a Q829.0 millones); asimismo, se prevé una contracción de liquidez derivada del aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q1,019.0 millones, como resultado del incremento previsto en las captaciones bancarias. Dicha desmonetización sería contrarrestada parcialmente por la utilización de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,100.0 millones. En ese sentido, se estima que el saldo de las OEM podría incrementarse en Q499.0 millones.

En el tercer trimestre se estima una reducción en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$10.0 millones (equivalente a Q84.0 millones) y una expansión de liquidez de origen interno por Q1,040.0 millones, asociada, principalmente, al uso de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,774.0 millones, lo que implica que el Banco de Guatemala debería incrementar el saldo de las OEM en Q640.0 millones.

En el cuarto trimestre se prevé una reducción de la liquidez de origen externo por US\$118.0 millones (equivalente a Q969.0 millones) y una expansión de la liquidez de origen interno por Q1,058.0 millones, como resultado de la utilización prevista de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q317.0 millones y de la reducción estimada de las inversiones en DP por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q250.0 millones. De esa cuenta y tomando en consideración el aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución en el saldo de las OEM por aproximadamente Q2,134.0 millones.

A continuación se presenta una estimación del Programa Monetario y Fiscal para 2010.



**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2010**  
Millones de quetzales

Concepto	ESCENARIO 1				TOTAL
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	
<b>CUENTAS FISCALES</b>					
Ingresos	8,563	8,614	9,099	9,180	35,456
Egresos	11,114	10,445	12,546	11,554	45,658
Corrientes	8,623	7,988	9,264	8,827	34,702
Capital	2,491	2,457	3,282	2,727	10,956
Déficit (% del PIB)	2,551	1,830	3,447	2,374	10,202 3.1
Financiamiento externo neto	3,363	157	1,016	-33	4,503
Financiamiento interno neto	1,179	574	657	2,090	4,500
Variación de Caja	-1,992	1,100	1,774	317	1,199
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>					
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>2,291</b>	<b>-829</b>	<b>-84</b>	<b>-969</b>	<b>410</b>
En US\$	279	-101	-10	-118	50
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-3,488</b>	<b>765</b>	<b>1,040</b>	<b>1,058</b>	<b>-624</b>
1. Gobierno Central	-1,992	1,100	1,774	317	1,199
2. Resto del sector público	-365	302	-29	250	158
3. Posición con bancos	-644	-1,019	-140	-90	-1,893
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	-644	-1,019	-140	-90	-1,893
4. Otros Activos Netos	-487	382	-565	581	-89
Gastos y productos (neto)	88	157	74	212	530
Otros	-574	225	-639	369	-619
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>-1,196</b>	<b>-64</b>	<b>957</b>	<b>90</b>	<b>-214</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>-274</b>	<b>-563</b>	<b>317</b>	<b>2,223</b>	<b>1,702</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>922</b>	<b>-499</b>	<b>-640</b>	<b>2,134</b>	<b>1,917</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>922</b>	<b>-499</b>	<b>-640</b>	<b>2,134</b>	<b>1,917</b>

## 2. Opción 2

En esa opción se prevé para 2010 una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q4,510.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$550.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$808.7 millones<sup>16</sup>, por la colocación de US\$500.0 millones de Eurobonos, por intereses provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$69.1 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$25.5 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$480.0 millones, así como

<sup>16</sup> Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano, ambos del BID; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; y, US\$47.8 millones destinados al Proyecto Vial Franja Transversal del Norte, del BCIE.



amortizaciones a capital y pago de intereses de bonos del tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$185.0 millones y otros egresos netos por US\$190.5 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q545.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estaría el aumento por Q1,890.0 millones en el saldo de las cuentas de encaje bancario debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias. Dicha contracción de liquidez sería parcialmente contrarrestada, por una parte, por la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala en alrededor de Q1,199.0 millones y, por la otra, por los gastos netos estimados en alrededor de Q607.0 millones, asociada, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, la variable de cierre de los AIN serían las OEM. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería aumentar su saldo de OEM en Q2,263.0 millones.

Desde el punto de vista monetario, y tomando en cuenta las condiciones de liquidez en las que se estaría desarrollando la política monetaria el próximo año, se estima aconsejable adoptar la Opción 1, en virtud de que no implicaría una monetización de origen externo y, en consecuencia, un incremento en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, recursos que, en la medida en que se gasten, requerirán de un aumento en las operaciones de estabilización monetaria. En todo caso, la adopción de la Opción 1 o de la Opción 2 dependerá de las condiciones financieras que enfrente el Ministerio de Finanzas Públicas para la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado interno y en el externo.

#### **D. PERSPECTIVAS PARA 2011**

De acuerdo con el reporte de la misión del FMI que efectuó la segunda revisión correspondiente al Acuerdo *Stand-By* alcanzado con dicho organismo, para 2011 se espera un crecimiento económico real de 2.5%, un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 3.4% del PIB, un flujo de remesas familiares equivalente al 12.0% del PIB, un flujo de inversión extranjera directa equivalente al 1.8% del PIB, un déficit fiscal del 2.7% del PIB (con un déficit primario del 1.1% del PIB), una carga tributaria del 10.6% del PIB y una tasa de inflación del 4.0%.

Tomando en cuenta la incertidumbre que prevalece actualmente en el escenario económico mundial y en el interno, se considera conveniente dar un seguimiento cercano a las diferentes variables macroeconómicas del país y de sus principales socios comerciales, de manera que luego del primer semestre de 2010 se puedan generar pronósticos más precisos en relación con las tendencias que adoptarán las principales variables macroeconómicas en 2011.



## ANEXO 2

### AJUSTE A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA<sup>17</sup>

Según diversas estimaciones efectuadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, el mecanismo de transmisión de la política monetaria en Guatemala es relativamente débil y opera con rezagos importantes. Entre los aspectos que explican esta característica, cabe destacar la ausencia de un mercado secundario desarrollado para los instrumentos de deuda pública, en general, y para los instrumentos financieros con los que se efectúan las operaciones de estabilización monetaria, en particular. En efecto, el desarrollo de tal mercado es indispensable para que exista una curva de rendimiento de mercado para tales instrumentos financieros y para que se fortalezca el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De hecho, la existencia de una curva de rendimiento es de suma utilidad en el contexto de un régimen de metas explícitas de inflación, puesto que hace posible una mejor medición de las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales de tasas de interés relevantes. Adicionalmente, la limitada profundidad de los mencionados mercados secundarios dificulta la transmisión de las acciones de la política monetaria a las tasas de interés de mercado que son más relevantes para influir en las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos, lo cual no favorece la transmisión de los efectos de la política monetaria sobre la economía en general y sobre la trayectoria de la tasa de inflación en particular.

En el proceso de consolidación del esquema de metas explícitas de inflación y de modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, el Banco de Guatemala ha contado con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI), mediante tres misiones del Departamento Monetario y de Mercados de Capital realizadas entre mayo de 2008 y mayo de 2009.

En la tercera misión, realizada entre abril y mayo de 2009, personal del FMI y del Banco de Guatemala trabajaron en el diseño de un plan de acción para el desarrollo del mercado secundario de títulos privados y en la revisión de los avances en la implementación de las recomendaciones de las dos misiones previas de este proyecto. En ese contexto, se manifestó especial interés en seguir avanzando en la implementación de los ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria, a efecto de adoptar la tasa de interés de política monetaria *overnight* y establecer un corredor de tasas de interés alrededor de la tasa de interés líder que contribuya a minimizar la volatilidad de las tasas de interés relevantes en el mercado interbancario al plazo de un día.

Al respecto, actualmente, la captación de depósitos a plazo a 7 días se realiza a la tasa de interés líder de política monetaria, por montos ilimitados. Adicionalmente, el banco central mantiene una postura permanente para la inyección de liquidez, mediante operaciones al plazo

---

<sup>17</sup> Cabe indicar que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron la propuesta de ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria que se describen en el presente apartado, en la sesión de Junta Monetaria 40-2009, del 23 de septiembre del presente año.



de 7 días, a una tasa de interés igual a la suma de la tasa de interés líder de política monetaria más 150 puntos básicos.

La presente propuesta implica la adopción de un esquema diferente para la implementación de la tasa de interés líder de la política monetaria. El objetivo final es llegar a definir la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de un día (*overnight*) y las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo, realizarlas al plazo de un día. Además, se estaría impulsando la realización de operaciones financieras al plazo de un día, para lograr que las tasas de interés relevantes en el mercado interbancario a ese plazo, sean cercanas a la tasa de interés líder.

El uso de una tasa de interés de muy corto plazo como tasa de referencia de la política monetaria es una práctica generalizada que ha sido adoptada por muchos bancos centrales, principalmente por aquéllos que operan en un esquema de metas explícitas de inflación (por ejemplo, Chile, Brasil, Colombia y Perú); sin embargo, se considera que en Guatemala el cambio hacia la definición de la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de un día debería ser gradual, por lo que se propone la adopción de un esquema de transición que facilitaría llegar al objetivo final de manera ordenada y en un plazo razonable.

**a) Esquema transitorio<sup>18</sup>**

Con el propósito de transitar gradualmente hacia la definición de la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de un día (*overnight*), se plantea la conveniencia de adoptar un esquema transitorio consistente en la realización de operaciones de estabilización monetaria de neutralización o de inyección de liquidez, al plazo de 7 días. En la medida en que los participantes en el mercado de dinero se adapten al nuevo esquema operativo, se transitaría hacia el esquema definitivo que se comenta más adelante.

Este esquema, se propone pueda iniciarse a operar a partir del 1 de junio de 2010. Para el efecto, se realizarían las operaciones de estabilización monetaria de la manera siguiente:

- Subastas diarias de los derechos de Depósitos a Plazo a 7 días, para neutralizar excedentes de liquidez, cuando los pronósticos de liquidez así lo indiquen, hasta por el monto de los excedentes netos establecidos en dichos pronósticos, a tasas de interés inferiores a la tasa de interés líder de política monetaria.
- Subastas diarias de operaciones de inyección de liquidez, mediante reportos a 7 días, cuando los pronósticos diarios de liquidez así lo indiquen, hasta por el monto de las deficiencias netas de liquidez establecidas en dichos pronósticos, a tasas de interés superiores a la tasa de interés líder de política monetaria.

---

<sup>18</sup> En este esquema los márgenes entre la tasa de interés líder de la política monetaria y las tasas de interés máximas y mínimas de las adjudicaciones en las subastas serían determinadas por el Comité de Ejecución.





- Mantener una ventanilla de facilidades permanentes de neutralización de liquidez, que operaría en horario posterior al de las subastas diarias, mediante la recepción de Depósitos a Plazo a 7 días<sup>19</sup>.
- Mantener una ventanilla de facilidades permanentes de inyección de liquidez, que operaría en horario posterior al de las subastas diarias mediante la realización de operaciones de reporto al plazo de 7 días<sup>20</sup>.

De acuerdo con lo anterior, la tasa de interés de las operaciones interbancarias al plazo de 7 días podría fluctuar en un rango entre las tasas de interés de las subastas de contracción de liquidez y las tasas de interés de las subastas de inyección de liquidez. De esa cuenta, las entidades bancarias que registren excedentes de liquidez podrían prestarlos por medio del mercado interbancario, a entidades que observen deficiencias de liquidez, a tasas de interés que podrían resultar para ambas instituciones más atractivas que las que pudieran obtener en el Banco Central, con lo cual se estaría promoviendo el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores.

#### **b) Esquema definitivo<sup>21</sup>**

El objetivo en el mediano plazo del Banco Central, como se indicó, es la definición de la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de un día (*overnight*) y, a la vez, efectuar las operaciones de estabilización monetaria al plazo de un día, con el propósito de lograr que las tasas de interés relevantes en el mercado interbancario, a ese plazo, se aproximen a la tasa de interés líder de política monetaria.

Bajo este esquema, las operaciones de estabilización monetaria se realizarían de la manera siguiente:

- Subastas diarias de los derechos de Depósitos a Plazo a 1 día (*overnight*), para neutralizar excedentes de liquidez, cuando los pronósticos de liquidez así lo indiquen, hasta por el monto de los excedentes netos establecidos en dichos pronósticos, a tasas de interés inferiores a la tasa de interés líder de política monetaria.
- Subastas diarias de operaciones de inyección de liquidez, mediante reportos a 1 día (*overnight*), cuando los pronósticos diarios de liquidez así lo indiquen, hasta por el monto de las deficiencias netas de liquidez establecidas en dichos pronósticos, a tasas de interés superiores a la tasa de interés líder de política monetaria.

<sup>19</sup> La tasa de interés aplicable a estas operaciones sería determinada por el Comité de Ejecución.

<sup>20</sup> La tasa de interés aplicable a estas operaciones sería determinada por el Comité de Ejecución.

<sup>21</sup> En este esquema, los márgenes entre la tasa de interés líder de la política monetaria y las tasas de interés máximas o mínimas de las adjudicaciones serían determinadas por el Comité de Ejecución.



- Mantener una ventanilla de facilidades permanentes de neutralización de liquidez, que operaría en horario posterior al de las subastas diarias, mediante la recepción de Depósitos a Plazo a 1 día (*overnight*)<sup>22</sup>.
- Mantener una ventanilla de facilidades permanentes de inyección de liquidez, que operaría en horario posterior al de las subastas diarias mediante la realización de operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)<sup>23</sup>.

De acuerdo con lo anterior, la tasa de interés de las operaciones interbancarias al plazo de 1 día podría fluctuar en un rango entre las tasas de interés de las subastas de contracción de liquidez y las tasas de interés de las subastas de inyección de liquidez. De esa cuenta, las entidades bancarias que registren excedentes de liquidez podrían prestarlos por medio del mercado interbancario, a entidades que observen deficiencias de liquidez, a tasas de interés que podrían resultar para ambas instituciones más atractivas que las que pudieran obtener en el Banco Central, con lo cual se estaría promoviendo el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores.

Como se indicó, el esquema definitivo se estaría implementado cuando los participantes en el mercado de dinero se hayan adaptado al nuevo procedimiento operativo de la política monetaria. Para el efecto, el Banco de Guatemala estaría evaluando el desarrollo de las operaciones de estabilización monetaria, a efecto de proponer a Junta Monetaria la fecha de implementación del esquema definitivo.

### **c) Valoración de colaterales**

Las operaciones de inyección de liquidez que estaría realizando el Banco de Guatemala, por medio del mecanismo de subastas diarias y de la ventanilla de facilidades permanentes, mediante operaciones de reporto, se estarían garantizando con títulos valores emitidos por el Ministerio de Finanzas Públicas o con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco Central.

De acuerdo con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional, para cubrirse contra el riesgo de mercado (riesgo de fluctuación de precio) y para impulsar un cambio en las prácticas de mercado, el Banco de Guatemala debería calcular y publicar los precios de los títulos valores subyacentes, a los cuales estaría dispuesto a aceptarlas como colaterales en las operaciones de reporto. De acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia, los precios de los colaterales se obtienen aplicando un descuento, normalmente denominado *haircut*, que se define como la diferencia entre el valor de mercado de un instrumento financiero y su valor como garantía. Para la valoración de colaterales el Banco de Guatemala desarrollaría una metodología que sería aprobada por el Comité de Ejecución.

<sup>22</sup> La tasa de interés aplicable a estas operaciones sería determinada por el Comité de Ejecución.

<sup>23</sup> La tasa de interés aplicable a estas operaciones sería determinada por el Comité de Ejecución.



**d) Ajuste al pronóstico de liquidez**

Para establecer el monto de las subastas diarias de neutralización o de inyección de liquidez es necesario ajustar el pronóstico de liquidez, a efecto de proyectar los flujos diarios de las reservas del sistema financiero. Con ese propósito, se requiere que el Banco de Guatemala conozca con anticipación los flujos de los ingresos y gastos gubernamentales y las proyecciones de excedentes o deficiencias de liquidez de los bancos del sistema y de las sociedades financieras. Con dicha información, se estimaría el monto que no sería negociado por los bancos y las sociedades financieras mediante operaciones en el mercado interbancario; si la diferencia entre los excedentes y las deficiencias de liquidez es positiva, el Banco de Guatemala programaría su participación en el mercado de dinero mediante subastas de contracción de liquidez; si la diferencia es negativa, los pronósticos estarían sugiriendo participar mediante subastas de inyección de liquidez.

Para elaborar las citadas proyecciones, el Banco de Guatemala debe obtener información tanto de los bancos del sistema como del Ministerio de Finanzas Públicas. La obtención de la información de los flujos gubernamentales se realizaría en el seno de la comisión de coordinación de las políticas monetaria y fiscal, en tanto que para la obtención de la información de la proyección de las reservas bancarias es necesario que dichas entidades la proporcionen directamente al Banco de Guatemala.

Por su parte, el Banco de Guatemala estaría estableciendo una mesa de negociación (*Trading Desk*), con el propósito de mantener un contacto directo con los participantes del mercado, especialmente con los bancos del sistema y con las sociedades financieras, que permita conocer las necesidades de liquidez del mercado financiero, así como la determinación de los montos de participación diaria del Banco Central.

**e) Restitución automática de los depósitos a plazo registrados en custodia en el Banco de Guatemala**

La restitución automática de los depósitos a plazo registrados en custodia en el Banco de Guatemala estaría propiciando reducción de costos, en términos de tiempo y recursos financieros, así como poniendo a disposición de los depositantes los recursos a primera hora del día establecido para su pago. Además, daría más dinamismo al mercado de dinero, toda vez que las instituciones financieras, especialmente los bancos del sistema, podrían efectuar negociaciones con otras instituciones a efecto de colocar u obtener recursos, previo a su participación en las subastas de inyección o de contracción de liquidez que realizaría diariamente el Banco Central, o bien en las ventanillas de facilidades permanentes. Con ese propósito, el Banco de Guatemala, durante el primer semestre de 2010, estaría realizando los ajustes a los sistemas informáticos, así como presentando a Junta Monetaria una propuesta de modificación al Reglamento de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, aprobado en resolución JM-154-2007.



# APÉNDICE ESTADÍSTICO



## **A. SECTOR REAL**

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN  
AÑOS 2007 - 2010**

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Variación porcentual (%)				Contribución a la variación porcentual del PIB				
	2007	2008 <sup>p/</sup>	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	2007	2008 <sup>p/</sup>	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	
	6.3	3.3	0.6	1.3 - 2.1					
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>									
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	5.9	0.9	1.7	2.5	0.8	0.1	0.2	0.3	
2. Explotación de minas y canteras	13.9	-4.3	-1.1	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0	
3. Industrias manufactureras	3.0	2.0	1.0	1.7	0.6	0.4	0.2	0.3	
4. Suministro de electricidad y captación de agua	6.3	1.6	0.1	1.9	0.2	0.0	0.0	0.0	
5. Construcción	8.8	-0.8	-13.4	-7.1	0.3	0.0	-0.5	-0.2	
6. Comercio al por mayor y al por menor	4.1	2.0	-1.6	2.0	0.5	0.2	-0.2	0.2	
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	22.8	14.6	4.8	2.9	1.8	1.4	0.5	0.3	
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	9.9	8.3	6.3	6.7	0.4	0.3	0.3	0.3	
9. Alquiler de vivienda	3.9	3.6	3.1	2.6	0.4	0.4	0.3	0.3	
10. Servicios privados	6.6	6.2	1.5	2.0	1.0	1.0	0.2	0.3	
11. Administración pública y defensa	4.6	4.3	13.3	2.8	0.3	0.3	0.9	0.2	
<b>ESTRUCTURA PORCENTUAL</b>									
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.2	13.4	13.5					
2. Explotación de minas y canteras	0.7	0.6	0.6	0.6					
3. Industrias manufactureras	18.5	18.3	18.3	18.3					
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	2.6	2.6	2.6					
5. Construcción	4.0	3.9	3.3	3.1					
6. Comercio al por mayor y al por menor	12.1	11.9	11.7	11.7					
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	9.3	10.3	10.8	10.9					
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.0	4.2	4.4	4.6					
9. Alquiler de vivienda	9.9	10.0	10.2	10.3					
10. Servicios privados	15.3	15.8	15.9	16.0					
11. Administración pública y defensa	6.3	6.4	7.2	7.3					

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas



## **B. SECTOR MONETARIO**



**SECTOR MONETARIO**  
**AÑOS 2007 - 2010**  
Millones de quetzales

CONCEPTO	2007	2008	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>
Reservas monetarias internacionales netas (millones de US\$)	4,320.3	4,658.8	5,209.0	5,259.0
Emisión monetaria	20,010.8	19,665.9	20,336.0	22,012.0
Crédito bancario al sector privado total <sup>1/</sup>	78,567.0	87,209.4	91,637.7	98,232.0
Captaciones bancarias totales <sup>1/</sup>	79,890.5	87,447.1	92,054.0	97,910.1
Medios de pago M2 en MN	84,481.1	89,906.1	94,367.0	99,779.5
Medios de pago M2 en M/E <sup>1/</sup>	12,386.1	14,286.5	15,632.8	17,555.2
Medios de pago totales M2 (MN + ME) <sup>1/</sup>	96,867.2	104,192.6	109,999.8	117,334.7
Saldo de OEM	11,668.8	15,579.5	16,837.0	15,381.0
M3 total	101,412.8	108,841.4	114,907.7	122,569.9

**INDICADORES MONETARIOS**  
**AÑOS 2007 - 2010**  
En porcentajes

CONCEPTO	2007	2008	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>
RMIN en MN / Emisión monetaria	172.7	189.5	204.9	191.1
RMIN en MN / OEMs	296.2	239.2	247.5	273.5
RMIN en MN / M2 total	35.7	35.8	37.9	35.9
OEM / Emisión monetaria	58.3	79.2	82.8	69.9
Crédito bancario al sector privado total / PIB nominal	34.2	33.4	31.1	30.2
M2 total / PIB nominal	42.1	39.9	37.3	36.1
M2 en ME / M2 total	12.8	13.7	14.2	15.0
OEM / M2 total	12.0	15.0	15.3	13.1
OEM / PIB nominal	5.1	6.0	5.7	4.7

<sup>1/</sup> No incluye Entidades Fuera de Plaza

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas, según Opción 1

Fuente: Banco de Guatemala y Superintendencia de Bancos





## **C. SECTOR FISCAL**



## FINANZAS PÚBLICAS AÑOS 2007-2009

Millones de quetzales y porcentajes

Concepto	2007	2008	2009 e/
Carga tributaria	12.1	11.3	10.0
Elasticidad tributaria	1.2	0.4	-1.6
Ingresos totales (% del PIB)	12.9	12.1	10.6
Impuestos indirectos / ingresos tributarios	72.5	70.9	68.2
Gastos totales (% del PIB)	14.3	13.7	14.0
Gastos de capital / Gasto total	33.7	32.8	29.3
Gasto social / Gasto total	41.3	42.3	51.2
Déficit fiscal (% del PIB)	-1.4	-1.6	-3.4
Superávit / Déficit primario (% del PIB)	0.0	-0.3	-1.9
Ahorro en cuenta corriente	8,383.5	8,050.2	1,625.9
Servicio deuda pública total / ingresos tributarios	24.4	23.7	22.1
Servicio deuda pública externa / Exportaciones de bienes y servicios	6.5	5.0	5.8
Saldo deuda pública interna / Deuda pública total	42.7	43.2	43.7
Saldo deuda pública externa / Deuda pública total	57.3	56.8	56.3
Saldo deuda pública total (% del PIB)	21.7	20.6	22.7
Saldo deuda pública interna (% del PIB)	9.3	8.9	9.9
Saldo deuda pública externa (% del PIB)	12.4	11.7	12.8
Saldo deuda pública externa / Exportaciones de bienes y servicios	45.6	43.1	53.0

e/ Cifras estimadas por el Ministerio de Finanzas Públicas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala



## **D. SECTOR EXTERNO**



**BALANZA DE PAGOS<sup>1/</sup> Y**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR**  
**Años 2007 - 2010**  
**- En millones de US Dólares -**

CONCEPTO	2007	2008	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>ps/</sup>	Variaciones 2009-2010	
					Absolutas	Relativas
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	-1,785.9	-1,773.1	-355.0	-1,057.5	-702.5	197.9
Exportaciones FOB	6,983.1	7,846.5	7,179.9	7,322.5	142.6	2.0
Mercancías Generales	6,907.5	7,746.9	7,119.4	7,261.1	141.7	2.0
Principales productos	1,620.4	1,920.9	1,953.4	1,939.1	-14.3	-0.7
Otros productos	5,287.1	5,826.0	5,166.0	5,322.0	156.0	3.0
Bienes adquiridos en puertos	75.6	99.6	60.5	61.4	0.9	1.5
Importaciones FOB	12,470.2	13,421.2	10,602.2	11,453.6	851.4	8.0
Servicios	-310.0	-276.1	-298.8	-350.3	-51.5	17.2
Renta	-842.7	-926.6	-990.3	-1,082.9	-92.6	9.4
Transferencias Corrientes (Neto)	4,853.9	5,004.3	4,356.4	4,506.8	150.4	3.5
Remesas Familiares (Neto)	4,200.0	4,403.3	3,941.3	4,079.2	137.9	3.5
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera<sup>2/</sup></b>	<b>2,002.2</b>	<b>2,105.8</b>	<b>794.8</b>	<b>1,083.6</b>	<b>288.8</b>	<b>36.3</b>
De los cuales:						
Cuenta Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuenta Financiera	1,613.9	1,254.2	141.7	1,148.7	1,007.0	710.7
Inversión Directa	719.7	737.4	534.8	579.8	45.0	8.4
Inversión de Cartera	-184.8	-32.8	1.1	9.5	8.4	765.5
Otra Inversión	1,079.0	549.6	-394.2	559.4	953.6	-241.9
<b>Activos de Reserva</b> [(-) Aumento, (+) Disminución <sup>3/</sup> ]	<b>-216.3</b>	<b>-332.7</b>	<b>-439.8</b>	<b>-26.1</b>	<b>413.7</b>	<b>-94.1</b>
<b>Monto de Reservas Internacionales Netas (RMIN)</b>	<b>4,320.3</b>	<b>4,658.8</b>	<b>5,208.8</b>	<b>5,258.8</b>	<b>50.0</b>	<b>1.0</b>
<b>RELACIÓN RESPECTO AL PIB</b>						
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	-5.2	-4.5	-1.0	-2.7		
Exportaciones FOB	20.5	20.1	19.2	18.6		
Principales productos	4.8	4.9	5.2	4.9		
Otros productos	15.5	14.9	13.8	13.5		
Importaciones FOB	36.6	34.3	28.4	29.1		
Servicios	-0.9	-0.7	-0.8	-0.9		
Renta	-2.5	-2.4	-2.7	-2.8		
Transferencias Corrientes (Neto)	14.2	12.8	11.7	11.4		
Remesas Familiares (Neto)	12.3	11.3	10.6	10.4		
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.8</b>		
De los cuales:						
Cuenta Capital	0.0	0.0	0.0	0.0		
Cuenta Financiera	4.7	3.2	0.4	2.9		
Inversión Directa	2.1	1.9	1.4	1.5		
Inversión de Cartera	-0.5	-0.1	0.0	0.0		
Otra Inversión	3.2	1.4	-1.1	1.4		
<b>Meses de Importación de Bienes (FOB) Financiados con RMIN</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>		
<b>Meses de Importación de Bienes (FOB) y Servicios Financiados con RMIN</b>	<b>3.3</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>		
<b>COMERCIO EXTERIOR</b>						
<b>EXPORTACIONES - PRINCIPALES PRODUCTOS</b>						
<b>Café</b>	<b>577.3</b>	<b>646.2</b>	<b>565.8</b>	<b>576.6</b>	<b>10.8</b>	<b>1.9</b>
Volumen (Miles de qq)	5,013.2	5,000.8	4,908.5	4,947.8	39.3	0.8
Precio Medio (US\$ por quintal)	115.16	129.22	115.27	116.54	1.27	1.10
<b>Azúcar</b>	<b>358.1</b>	<b>378.1</b>	<b>435.1</b>	<b>473.8</b>	<b>38.7</b>	<b>8.9</b>
Volumen (Miles de qq)	28,154.1	28,194.0	30,116.6	33,128.3	3,011.7	10.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	12.72	13.41	14.45	14.30	-0.14	-1.00
<b>Banano</b>	<b>298.8</b>	<b>314.9</b>	<b>534.3</b>	<b>567.7</b>	<b>33.4</b>	<b>6.3</b>
Volumen (Miles de qq)	28,920.9	28,189.6	36,700.4	38,535.4	1,835.0	5.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	10.33	11.17	14.56	14.73	0.17	1.20
<b>Cardamomo</b>	<b>137.1</b>	<b>208.0</b>	<b>253.2</b>	<b>134.1</b>	<b>-119.1</b>	<b>-47.1</b>
Volumen (Miles de qq)	607.5	477.4	394.4	417.7	23.3	5.9
Precio Medio (US\$ por quintal)	225.68	435.70	641.99	320.99	-320.99	-50.00
<b>Petróleo</b>	<b>249.1</b>	<b>373.7</b>	<b>165.0</b>	<b>186.9</b>	<b>21.9</b>	<b>13.3</b>
Volumen (Miles de barriles)	5,276.6	4,775.5	4,065.7	4,004.7	-61.0	-1.5
Precio Medio (US\$ por barril)	47.21	78.25	40.58	46.67	6.09	15.00
<b>IMPORTACIONES FOB (Grupo Económico CUODE)</b>	<b>12,470.2</b>	<b>13,421.2</b>	<b>10,602.2</b>	<b>11,453.6</b>	<b>851.4</b>	<b>8.0</b>
Mercancías Generales	12,469.1	13,418.6	10,600.7	11,452.0	851.3	8.0
Bienes de Consumo	3,269.3	3,389.2	3,110.9	3,390.0	279.1	9.0
Combustibles y Lubricantes	2,280.0	2,677.0	1,802.6	2,000.9	198.3	11.0
Materias Primas y Productos Intermedios	4,367.7	4,841.8	3,650.5	3,836.9	186.4	5.1
Materiales de Construcción	286.1	333.1	271.8	297.0	25.2	9.3
Bienes de Capital	2,265.3	2,176.9	1,764.4	1,926.7	162.3	9.2
Diversos	0.7	0.6	0.5	0.6	0.1	15.8
Bienes adquiridos en puertos	1.1	2.6	1.5	1.6	0.1	9.0

<sup>1/</sup> Metodología del Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBPS) del Fondo Monetario Internacional (FMI)

<sup>2/</sup> Incluye errores y omisiones

<sup>3/</sup> 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

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>ps/</sup> Cifras proyectadas, según Opción 1

Fuente: Banco de Guatemala



## **E. SECTOR BANCARIO**



**SECTOR BANCARIO**  
**AÑOS: 2007-2009**  
 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	2007	2008	2009 <sup>a/</sup>
Activo total	118,392.5	130,777.8	139,397.9
Cartera de créditos total (bruta)	70,155.5	76,134.9	77,596.3
En moneda nacional	47,229.9	50,914.8	53,455.5
En moneda extranjera	22,925.6	25,220.1	24,140.9
Cartera vencida y en mora <sup>1/</sup>	2,746.5	1,789.1	2,359.0
Activos improductivos <sup>2/</sup>	6,144.3	5,494.7	6,171.1
Activos ponderados por riesgo	75,319.3	83,241.0	85,966.5
Inversiones en valores nacionales <sup>3/</sup>	23,672.5	28,436.2	31,153.2
Pasivo total	107,504.2	117,349.6	124,055.8
Depósitos totales	86,904.0	97,654.0	107,293.1
En moneda nacional	74,946.8	83,408.4	89,814.0
En moneda extranjera	11,957.2	14,245.6	17,479.1
Crédito externo	13,851.8	13,166.5	11,190.3
Patrimonio computable	9,889.4	12,302.7	14,452.8
Ganancia neta	1,834.3	2,188.8	2,437.3
Capital pagado + reservas	6,569.3	6,908.6	9,225.6

**POBLACIÓN Y NÚMERO DE AGENCIAS BANCARIAS**  
 AÑOS: 2007-2009

CONCEPTO	2007	2008	2009 <sup>a/</sup>
Población	13,344,770	13,677,815	14,017,057
Número de agencias bancarias	2,243	2,536	2,805

1/ Con la implementación del nuevo manual de instrucciones contables vigente a partir de 2008, el concepto de cartera en mora desaparece, por lo que para los siguientes años sólo se computa la cartera vencida.

2/ Se refiere a aquéllos que no generan ingresos financieros (activos fijos, activos extraordinarios, cartera vencida y cartera en mora), a partir de 2008, los activos improductivos se integran por los activos fijos, la cartera vencida y los bienes realizables.

3/ Hasta diciembre de 2007, incluye inversiones temporales y de largo plazo, a partir de 2008 las inversiones están integradas por los Títulos Valores para la Venta, Títulos Valores para su Vencimiento e Inversiones Permanentes.

a/ Cifras a noviembre.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituto Nacional de Estadística (INE).

**INDICADORES BANCARIOS**

AÑOS: 2007-2009

- Porcentajes y número -

CONCEPTO	2007	2008	2009a/
Cartera de créditos / activo total	59.3	58.2	55.7
Estructura de la cartera crediticia por tipo de moneda			
● Cartera en moneda nacional / cartera total	67.3	66.9	68.9
● Cartera en moneda extranjera / cartera total	32.7	33.1	31.1
Cartera vencida y en mora / cartera total	3.9	2.3	3.0
Activos improductivos / activo total	5.2	4.2	4.4
Inversión en valores nacionales / activo total	20.0	21.7	22.3
Depósitos / pasivo total	80.8	83.2	86.5
Depósitos en moneda nacional / depósitos totales	86.2	85.4	83.7
Depósitos en moneda extranjera / depósitos totales	13.8	14.6	16.3
Crédito externo / pasivo total	12.9	11.2	9.0
Crédito externo / cartera total	19.7	17.3	14.4
Solvencia patrimonial			
● Patrimonio computable / activos ponderados por riesgo	13.1	14.8	16.8
Rentabilidad (ganancia / capital pagado más reservas)	27.9	31.7	26.4
Bancarización (población / número de agencias bancarias)	5,950	5,393	4,997

a/ Cifras a noviembre.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituto Nacional de Estadística (INE).