



**INFORME DE LA
PRESIDENTA DEL
BANCO DE GUATEMALA
ANTE EL HONORABLE
CONGRESO DE LA
REPÚBLICA**

Guatemala, julio 2009



ÍNDICE

INFORME DE LA PRESIDENTA DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I.	ANTECEDENTES	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	3
A.	EXTERNO	3
1.	Perspectivas económicas internacionales para 2009	3
2.	Marcada reducción de los precios internacionales de las materias primas e insumos	11
B.	INTERNO	14
1.	Balanza comercial a mayo de 2009, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal	14
a)	Balanza comercial a mayo de 2009	14
b)	Reservas Monetarias Internacionales Netas	19
c)	Tipo de cambio nominal	20
2.	Finanzas Públicas	22
3.	La actividad económica para 2009	24
a)	Aspectos generales	24
b)	Índice Mensual de la Actividad Económica	28
c)	Encuesta de Opinión Empresarial	28
IV.	EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA	29
A.	INFLACIÓN	29
1.	Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de mayo de 2009	29
2.	Inflación subyacente	31
3.	Inflación importada	32
4.	Respuesta de política monetaria	35
B.	PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010	41
C.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO, CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	41
1.	Diagrama de abanico	41

D.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	42
	1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados	42
	2. Expectativas implícitas de inflación	43
E.	TASA DE INTERÉS PARÁMETRO	44
F.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	45
G.	COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	46
	1. Emisión monetaria	46
	2. Base monetaria amplia	47
	3. Medios de pago	49
	4. Crédito bancario al sector privado	50
	a) Tasa de crecimiento interanual	50
H.	TASAS DE INTERÉS	51
	1. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	51
	a) En moneda nacional	51
	b) En moneda extranjera	53
	2. Tasa de interés líder de la política monetaria	54
	3. Tasa de interés pasiva de paridad	55
I.	OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	56
	1. En moneda nacional	56
	a) Por plazo	56
	b) Por fecha de vencimiento	57
J.	ACUERDO <i>STAND-BY</i> PRECAUTORIO CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	60
V.	CONCLUSIONES	62

INFORME DE LA PRESIDENTA DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. ANTECEDENTES

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala debe comparecer ante el Honorable Congreso de la República a rendir informe circunstanciado, durante los meses de enero y julio de cada año. De acuerdo con el artículo citado, el informe del mes de julio debe dar cuenta de la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en el ejercicio corriente.

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, la Presidenta del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a julio de 2009. Como marco del citado informe, se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de esta meta, realizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer en el logro del desarrollo económico del país.

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

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

Durante el primer semestre de 2009, la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se ha efectuado en un escenario internacional complejo, caracterizado por un ambiente recesivo en los Estados Unidos de América, en la Eurozona y en Japón, una desaceleración económica generalizada en Centroamérica, deterioro de la confianza en los mercados financieros internacionales, aumento en la aversión al riesgo y un fuerte incremento en la volatilidad de los referidos mercados.

En ese sentido, los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica mundial se han venido profundizando, lo que se evidenció en la contracción económica que registraron los principales países industrializados desde el último trimestre de 2008 (Estados Unidos de América, -6.2% en el cuarto trimestre de 2008 y -5.5% en el primer trimestre de 2009; Eurozona, -5.9% en el cuarto trimestre de 2008 y -10.0% en el primer trimestre de 2009; y, Japón,



-12.7% en el cuarto trimestre de 2008 y -14.2% en el primer trimestre de 2009). Ante dicho panorama se ha generado una reducción en el precio internacional del petróleo, del maíz, del trigo y de otras mercancías, aunque a un ritmo más moderado en los meses recientes, por lo que por el lado del sector externo no se evidencian presiones inflacionarias significativas, como las que se observaron en 2008¹.

En el escenario interno, se registró un debilitamiento de los ingresos tributarios, los cuales se contrajeron 8.3% a junio del presente año, mientras que los gastos aumentaron 12.5%, situación que se tradujo en un déficit fiscal mayor y en un monto de depósitos en el Banco de Guatemala menor al contemplado en el programa monetario revisado. El Índice Mensual de la Actividad Económica continuó mostrando una tendencia hacia la desaceleración, registrando en abril, su menor tasa de crecimiento interanual desde septiembre de 2001. En lo que respecta al sector externo, la reducción de la demanda externa se tradujo en una moderada caída de las exportaciones en los primeros cinco meses del año, mientras que las importaciones cayeron significativamente respondiendo a la importante reducción de los precios internacionales del petróleo y de otras mercancías, de las cuales Guatemala es importador neto, pero también por la menor actividad económica registrada en el país. Como resultado, el déficit comercial se redujo en más del 50% y el déficit en cuenta corriente también disminuyó significativamente, aun con la caída de 10.2% observada a finales de junio en los flujos provenientes de remesas familiares.

La respuesta de política monetaria en 2007 y en 2008, en adición a la reducción de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, contribuyeron a que el ritmo inflacionario disminuyera de 14.16% en julio de 2008 a 9.40% en diciembre y 2.29% en mayo de 2009. Dicha reducción permitió que las expectativas de inflación de los agentes económicos se volvieran a anclar a las metas de inflación, generando espacio para una política monetaria más flexible ante la intensificación de la crisis financiera internacional. En efecto, la Junta Monetaria aprobó reducciones en la tasa de interés líder de la política monetaria a partir de enero de 2009, reducciones que al 30 de junio totalizaron 200 puntos básicos llevando el nivel de dicha tasa de 7.25% a 5.25%. Al mismo tiempo, a partir de noviembre de 2008, se pusieron a disposición de las entidades bancarias mecanismos que les permitieron obtener liquidez adicional tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, a fin de enfrentar los efectos del deterioro del entorno externo.

El tipo de cambio nominal registró una depreciación moderada de 4.68%. Se considera que dicho comportamiento estuvo asociado a la formación de expectativas de depreciación de los agentes económicos ante la intensificación de la crisis financiera y económica internacional, ya que la balanza cambiaria total, al 25 de junio de 2009 (que computa los ingresos y egresos de divisas), registró un superávit de US\$994.2 millones, mientras que la balanza cambiaria del sector privado a

¹ A junio de 2009, el precio internacional promedio del petróleo, en términos interanuales, se redujo 53.7%, el del maíz 31.9% y el del trigo 40.3%.



la misma fecha (excluyendo flujos de capital oficial) fue superavitaria en US\$596.0 millones. Las reservas monetarias internacionales netas del país continuaron fortaleciéndose y al 30 de junio de 2009 alcanzaron un nivel de US\$5,137.3 millones.

La política macroeconómica disciplinada, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario, facilitaron la aprobación por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional de un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio que permite al país contar con un monto de recursos contingentes en derechos especiales de giro por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones.

La coyuntura internacional prevaleciente conlleva riesgos para la mayoría de países latinoamericanos, los cuales hasta ahora se han traducido en un menor dinamismo de la actividad económica, caídas en las exportaciones, en las remesas familiares y en el turismo, así como en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, los flujos de capital de mediano plazo y una caída de la recaudación tributaria, esta última como consecuencia además de la reducción de precios de algunos productos importados. Dado los amplios márgenes de incertidumbre que existen en el entorno macroeconómico externo, es previsible que la región y el país sigan siendo afectados.

En ese contexto, es importante enfatizar en la gradualidad y prudencia con que se adopten las medidas futuras de política monetaria, ya que éstas si bien deben coadyuvar a mantener niveles adecuados de liquidez en el sistema bancario, también deben propiciar que las expectativas de inflación continúen ancladas a las metas, contribuyendo así al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para un crecimiento económico dinámico y sostenido en el mediano y largo plazos.

III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. EXTERNO

1. Perspectivas económicas internacionales para 2009²

De acuerdo con el FMI, el crecimiento económico mundial seguirá mostrando una marcada debilidad durante el resto de 2009. En efecto, el FMI prevé una contracción de la actividad económica de 1.3%, que contrasta con el crecimiento de 3.2% registrado en 2008. Las previsiones acerca de una caída en la actividad económica para el resto del año se sustentan, fundamentalmente, en la continuidad de la crisis financiera global, aunque con menor intensidad en el segundo semestre de 2009, la cual seguirá generando condiciones crediticias adversas, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. En ese sentido, se prevé que durante 2009 prevalezca la volatilidad en los mercados financieros, aspecto que se traduce en mayor incertidumbre y, por ende, en un aumento del riesgo crediticio.

² Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2009.



En el contexto descrito, los esfuerzos de los gestores de la política económica se orientarán hacia la capitalización de las instituciones financieras, ya que sólo de esta forma se puede restaurar la liquidez del mercado y normalizar la canalización de crédito a la actividad productiva, factores de suma importancia para promover la recuperación económica. En ese sentido, el FMI considera que los bancos centrales continuarán reduciendo sus tasas de interés de política monetaria e implementando operaciones para modificar la composición de sus balances, con el fin de propiciar el fortalecimiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En cuanto a los Estados Unidos de América, se espera que la actividad económica experimente una reducción de 2.8% en 2009 (1.1% de crecimiento en 2008). La proyección de una caída en la tasa de crecimiento de la economía estadounidense se sustenta en la profundización de la crisis financiera, que ha propiciado escasez y encarecimiento del crédito al sector privado, a pesar de la política monetaria expansiva implementada por la Reserva Federal que ha llevado la tasa de interés a niveles cercanos a cero. Asimismo, se prevé que el mercado de viviendas continúe deteriorándose, lo que se traducirá en mayor insolvencia de los intermediarios financieros. Ello, a su vez, incrementará la incertidumbre e incidirá negativamente en la confianza de los agentes económicos, lo cual reducirá el consumo interno. En este contexto, la recuperación de la economía de los Estados Unidos de América está supeditada a la efectividad del estímulo fiscal para fortalecer la demanda agregada y contrarrestar el peligro de deflación. Además, es necesario reestructurar las carteras de los bancos con problemas a fin de recapitalizarlos y restituir el flujo normal de crédito a la economía y con ello restaurar la confianza de los agentes económicos.

En el área del euro, para 2009 se prevé una contracción de la actividad económica de 4.2%, lo que contrasta con el crecimiento de 0.9% registrado en 2008. La reducción prevista en el crecimiento económico de esta región se sustenta en el debilitamiento proyectado de la demanda global. En efecto, la reducción de la confianza de los agentes económicos hace prever una reducción del consumo privado. Asimismo, se proyecta, por una parte, una menor demanda de las exportaciones de esta región y, por la otra, una caída de la inversión privada, debido a la continuidad de las restricciones crediticias derivadas de la insolvencia de varios entes financieros.

En Japón, se proyecta que la actividad económica se contraiga en 6.2% en 2009, contracción aún mayor que la registrada en el año previo (0.6%). El deterioro previsto para esta economía se fundamenta en la profundización de los problemas de insolvencia del sistema financiero japonés, debido tanto al efecto contagio derivado de la alta interrelación con el sistema financiero estadounidense, como a los efectos negativos generados por la deflación. Además, se proyecta una caída de las exportaciones de este país para 2009.

Para las economías con mercados emergentes de Asia, se espera que éstas alcancen un ritmo de crecimiento económico de 3.3%, inferior al 6.8% registrado en 2008. La ralentización prevista de las economías de esta región se debe a la reducción de la demanda mundial de exportaciones tanto de bienes duraderos como de bienes de capital y a las condiciones crediticias



adversas generadas por el menor ingreso de capitales, debido a la crisis financiera global. La economía de la República Popular China, no obstante la caída de sus exportaciones, registrará un crecimiento de 6.5%, inferior al de 2008 (9.0%), lo cual se debe a la política macroeconómica expansiva que promoverá un aumento en el consumo interno y en la inversión en infraestructura.

En India, por su parte, se pronostica un crecimiento de 4.5%, inferior al 7.3% registrado en 2008. Esta previsión se sustenta en el empeoramiento del financiamiento externo tanto para empresas como para bancos, lo cual propiciará una reducción de la inversión privada.

La proyección de crecimiento para las economías de África se estima en 2.0% (5.2% en 2008). Según el FMI, la recesión económica mundial incidirá en estas economías por varios canales: reducción de la inversión extranjera directa, disminución del ingreso de capitales, caída de las remesas familiares y debilitamiento de la demanda de las exportaciones africanas. Cabe puntualizar que la recesión económica global ha generado una caída de los precios internacionales tanto del petróleo como de las materias primas. Esto afectará a las economías del Sub-Sahara, por lo que para éstas, en conjunto, se proyecta un crecimiento de 1.7%, inferior al observado en 2008 (5.5%).

En el Oriente Medio, se proyecta un crecimiento económico de 2.5%, tasa inferior a la de 2008 (5.9%). Estas economías serán afectadas por el deterioro de las condiciones financieras externas, lo que generará un menor ingreso de capitales y, por ende, restricciones crediticias que incidirán negativamente en la inversión productiva. Asimismo, la caída del precio internacional del petróleo reduciría aún más el ritmo de actividad económica en los países productores del crudo.

Para América Latina y el Caribe, se estima una contracción económica de 1.5%, lo que contrasta con el crecimiento económico observado en 2008 (4.2%). El deterioro previsto en la actividad económica en estos países se debe, fundamentalmente, a que la crisis financiera global generará una reducción del flujo de capitales foráneos y un incremento del costo del financiamiento externo para empresas y bancos. El menor ritmo de actividad económica en las economías avanzadas, especialmente en la de los Estados Unidos de América, provocará una reducción del monto de remesas familiares, una caída en los ingresos generados por turismo y un debilitamiento de la demanda de las exportaciones de la región. Además, las economías de Latinoamérica y el Caribe serán afectadas por la caída de los precios internacionales de las materias primas que producen.

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



En cuanto a los países de Europa Central y del Este, para 2009 se estima una reducción de la actividad económica de 3.7%, contrario al crecimiento económico de 2.9% en el año previo. Cabe puntualizar que estas economías son especialmente vulnerables a la crisis financiera mundial, ya que una gran proporción de los capitales que han recibido son de corto plazo, por lo que se prevé que la volatilidad financiera tenga efectos negativos sobre el mercado de viviendas. Además, se espera que caigan sus exportaciones y reciban menos inversión extranjera directa.

En lo que concierne a los países de la Comunidad de Estados Independientes, se proyecta una contracción económica de 5.1%, lo que difiere del crecimiento de 5.5% registrado en 2008. El deterioro previsto de la actividad económica en estas economías se sustenta en el menor acceso al crédito externo para financiar la actividad productiva, debido a la crisis financiera global, lo cual afectará tanto a corporaciones como a bancos. Asimismo, se prevé que estas economías sean afectadas por una reducción de la demanda de sus exportaciones y una caída del precio internacional de las materias primas, especialmente las que se emplean en la generación de energía.

Es importante destacar que aunque algunos indicadores como las expectativas de los empresarios y de los consumidores y los índices accionarios evidencian ligeras recuperaciones a nivel mundial, otros indicadores como las ventas de vivienda y la tasa de desempleo en los Estados Unidos de América (ésta última se ubicó en junio de 2009 en 9.5%) muestran un mayor deterioro a la fecha. En ese sentido, a la luz de la última información disponible, aún es muy prematuro concluir que la crisis mundial ha tocado fondo, por lo que es necesario continuar con el seguimiento cercano a la evolución de los principales indicadores de la actividad económica mundial.



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

	2008	2009 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	3.2	-1.3
Economías avanzadas	0.9	-3.8
Estados Unidos de América	1.1	-2.8
Zona del euro	0.9	-4.2
Japón	-0.6	-6.2
Economías emergentes de Asia ^{1/}	6.8	3.3
República Popular China	9.0	6.5
India	7.3	4.5
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.1	1.6
África	5.2	2.0
Oriente Medio	5.9	2.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.2	-1.5
Argentina	7.0	-1.5
Brasil	5.1	-1.3
Chile	3.2	0.1
México	1.3	-3.7
Perú	9.8	3.5
Colombia	2.5	0.0
Centroamérica	4.3	1.1
Europa Central y del Este	2.9	-3.7
Comunidad de Estados Independientes	5.5	-5.1
INFLACIÓN		
Economías avanzadas	3.4	-0.2
Estados Unidos de América	3.8	-0.9
Zona del euro	3.3	0.4
Japón	1.4	-1.0
Economías emergentes de Asia ^{1/}	7.0	2.5
República Popular China	5.9	0.1
India	8.3	6.3
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	9.3	5.7
África	10.1	9.0
Oriente Medio	15.6	11.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	7.9	6.6
Argentina	8.6	6.7
Brasil	5.7	4.8
Chile	8.7	2.9
México	5.1	4.8
Perú	5.8	4.1
Colombia	7.0	5.4
Centroamérica	11.2	5.9
Europa Central y del Este	8.0	4.6
Comunidad de Estados Independientes	15.6	12.6

^{py/} Cifras proyectadas

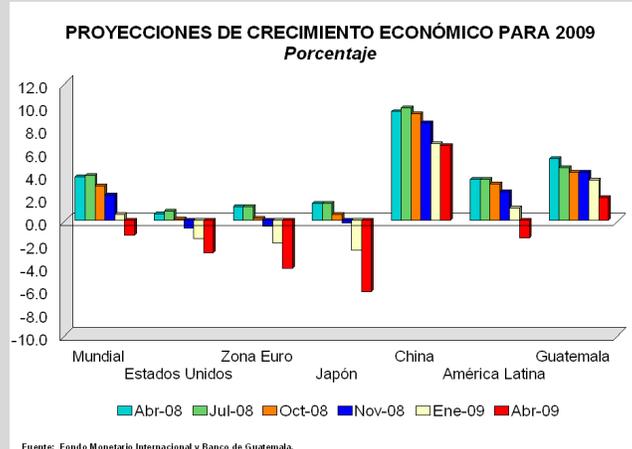
^{1/} Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

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

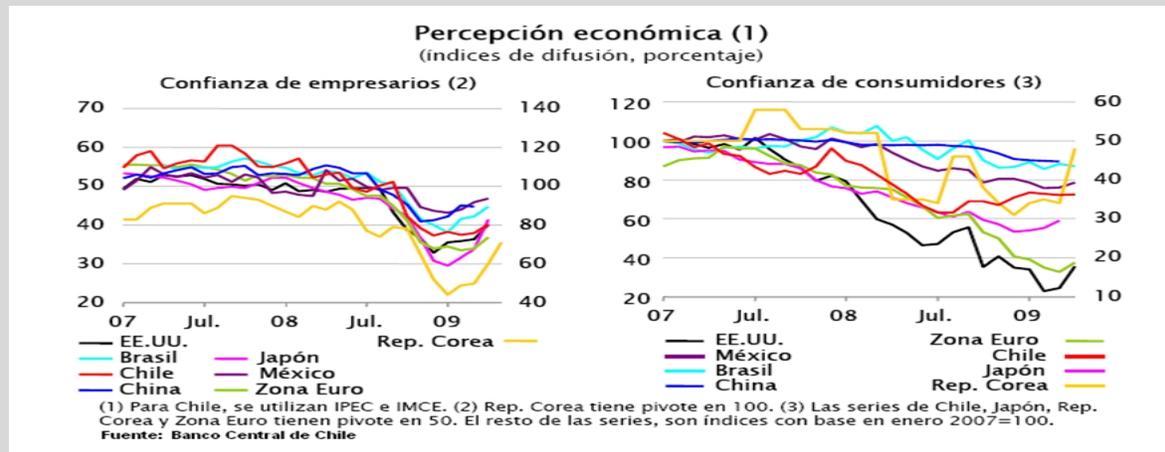
RECUADRO 1

INDICADORES RELEVANTES DEL ENTORNO INTERNACIONAL

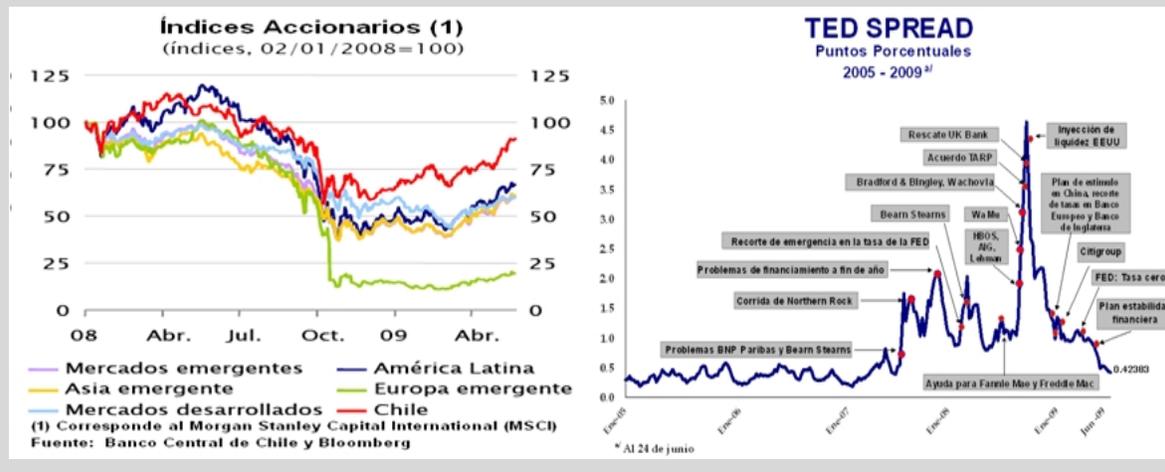
Las expectativas más recientes de crecimiento económico para 2009, permanecen deterioradas.



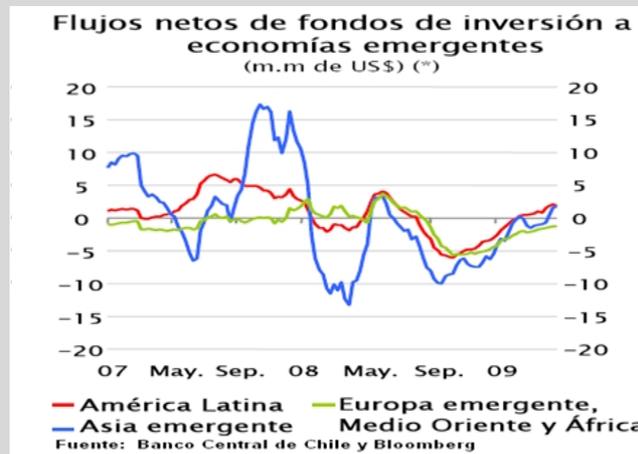
Aunque hay signos de mejora en la confianza de los agentes económicos.



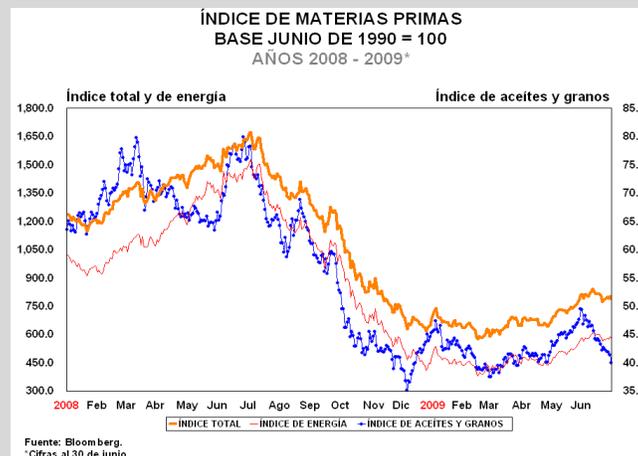
En cambio, los mercados financieros, en general, se vienen recuperando, aunque no en Europa emergente.



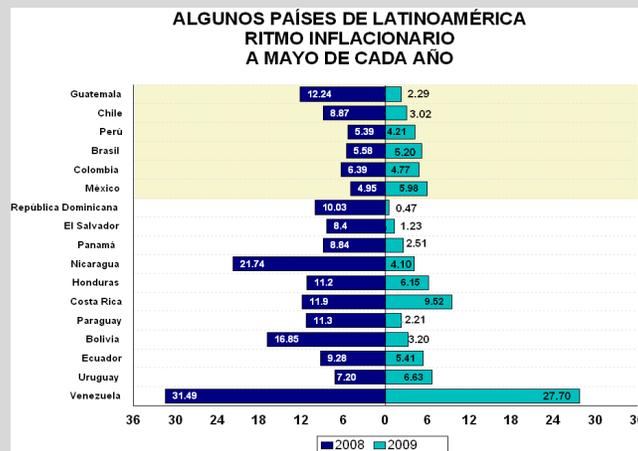
Las restricciones financieras a nivel mundial han provocado una reducción en los flujos de inversión hacia economías con mercados emergentes, aunque con una mínima recuperación en América Latina y Asia Emergente.



Los precios internacionales de los principales *commodities* observaron una marcada reducción entre agosto y diciembre de 2008, aunque muestran una ligera tendencia creciente en los últimos meses

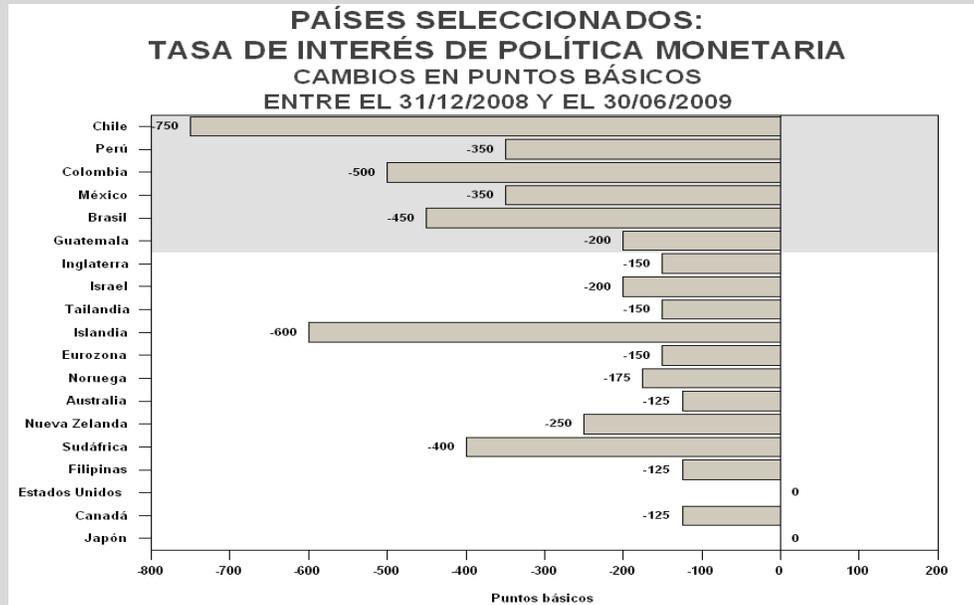


La reducción de los precios internacionales de los *commodities*, así como las medidas de política monetaria adoptadas en los países de la región coadyuvaron a una reducción importante en la inflación.





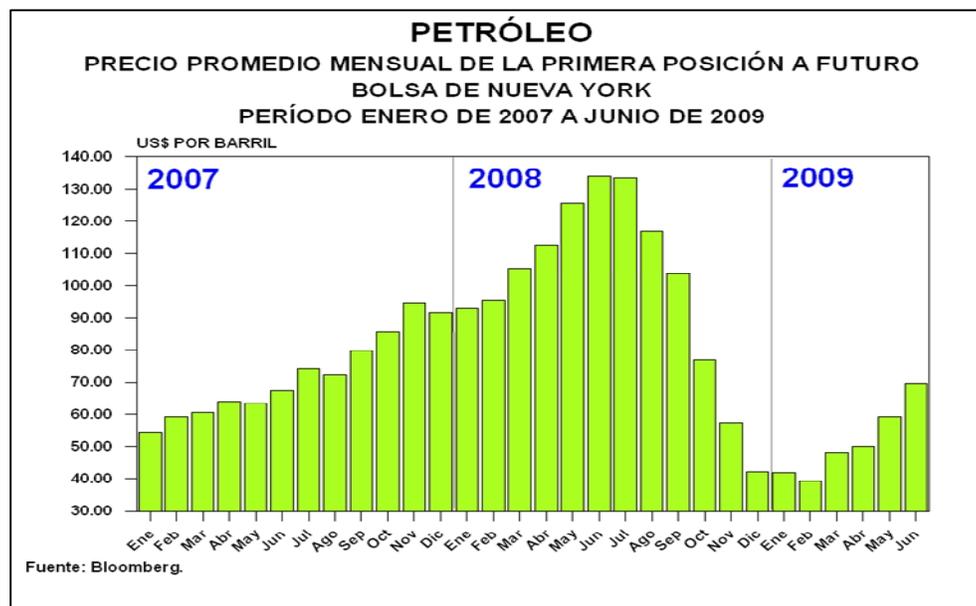
La reducción en la inflación y el deterioro del nivel de la actividad económica a nivel mundial, ha propiciado reducciones recientes en las tasas de interés de política monetaria, dependiendo de los espacios en cada uno de los países.



2. Marcada reducción de los precios internacionales de las materias primas e insumos

El crecimiento económico mundial observado en 2007 fue impulsado, en parte, por el auge de las economías emergentes, particularmente de la República Popular China e India, lo cual incidió en el comportamiento de los precios de las materias primas y alimentos, debido al desequilibrio provocado entre la oferta y demanda de dichos bienes, situación que propició que se generaran cotizaciones máximas históricas en los precios del petróleo, del maíz y del trigo, especialmente. Este comportamiento se acentuó durante el primer semestre de 2008; sin embargo, a partir del segundo semestre de ese año, las expectativas generadas respecto de una probable desaceleración económica, en un entorno de crisis financiera, provocó una presión hacia la baja en los precios de las materias primas y de los alimentos que se mantiene en el primer semestre de 2009, aunque en el caso del petróleo se ha venido observando un incremento gradual desde marzo del presente año.

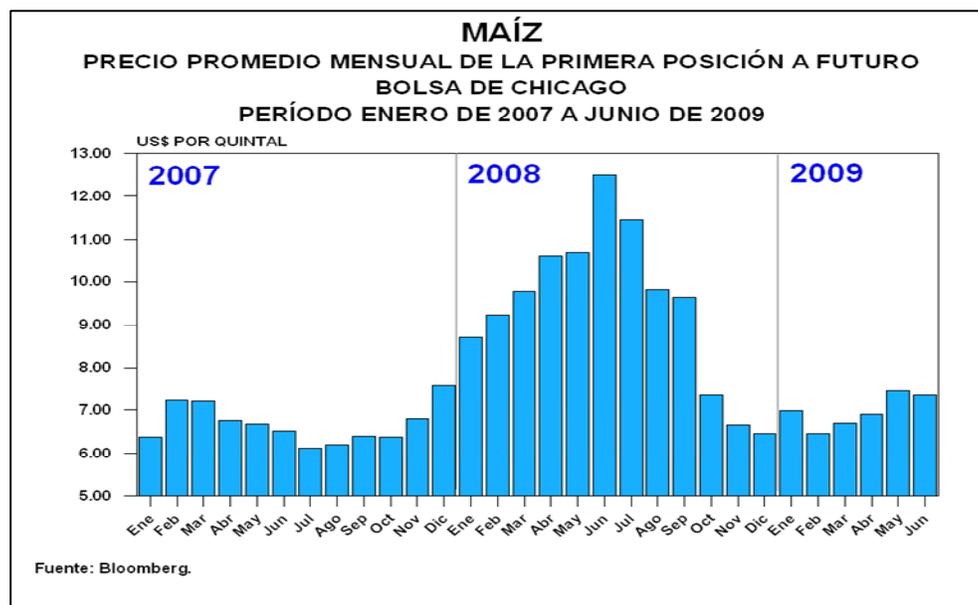
En lo que respecta al precio promedio del barril de petróleo en la Bolsa de Mercancías de Nueva York, durante el período comprendido entre enero y junio de 2009, éste se situó en US\$51.35, inferior en 53.7% respecto del precio promedio registrado en el mismo período de 2008 (US\$110.94 por barril). Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo registró una caída de julio de 2008 a febrero de 2009, como resultado de la reducción prevista en la demanda mundial del crudo, como resultado, especialmente de la contracción económica en los países industrializados.



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

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

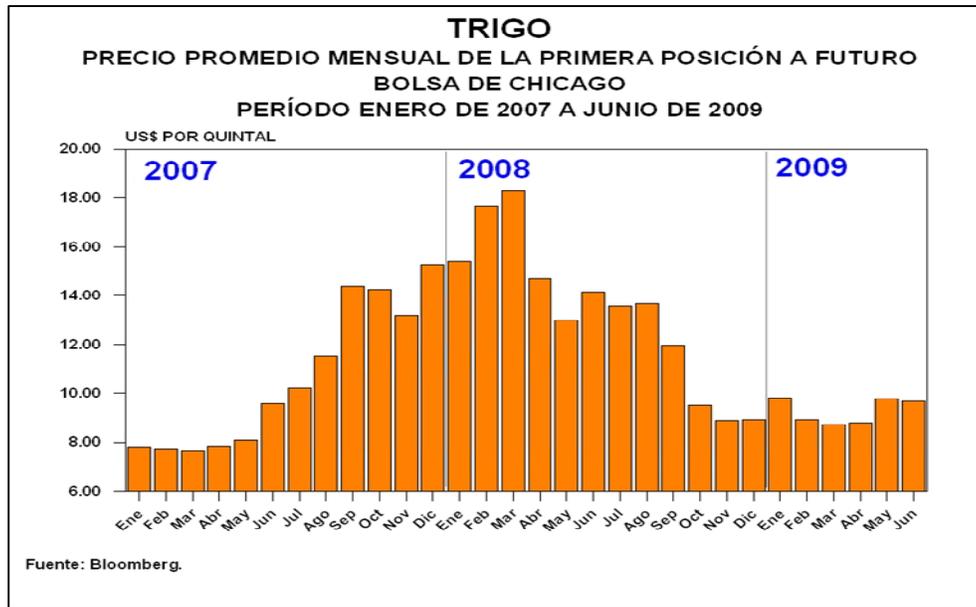
En cuanto al precio internacional del maíz, derivado del alza histórica registrada en el precio internacional del petróleo durante el primer semestre de 2008, éste se vio presionado al alza, debido al incremento en la demanda para la producción de etanol, principalmente en los Estados Unidos de América; sin embargo, dada la reducción en el precio internacional del crudo, el precio del grano registró una disminución desde julio de 2008, la cual se mantuvo hasta mediados de diciembre de dicho año. Durante el período comprendido de enero a junio de 2009, el precio internacional del quintal de maíz se situó en promedio en US\$6.98, inferior en 31.9% respecto del precio registrado en igual período de 2008 (US\$10.25).



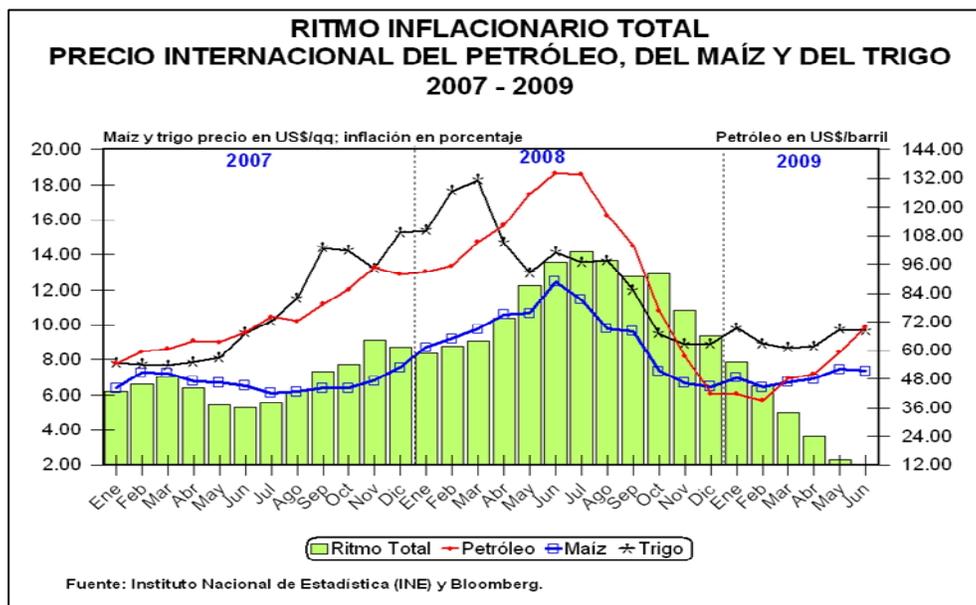
En lo concerniente al precio internacional del trigo, éste registró una tendencia alcista desde el segundo semestre de 2007, como resultado de los daños ocasionados a la producción por factores climáticos, situación que provocó una reducción en el nivel de inventarios. A partir de abril

de 2008, el precio internacional del cereal registró una tendencia a la baja, la cual se mantiene a la fecha. Dicha tendencia se atribuye a un incremento en la producción, así como a una reducción en la demanda, como resultado de la recesión económica mundial.

Durante el período comprendido entre enero y junio de 2009, el precio internacional del trigo, en promedio se situó en US\$9.27 por quintal, cifra inferior en 40.3% respecto del precio promedio registrado en el mismo período del año previo (US\$15.52).



Como consecuencia, entre otros factores, de la disminución de los precios internacionales citados, la trayectoria del ritmo inflacionario en Guatemala también ha registrado un comportamiento decreciente, como se ilustra en la gráfica siguiente.

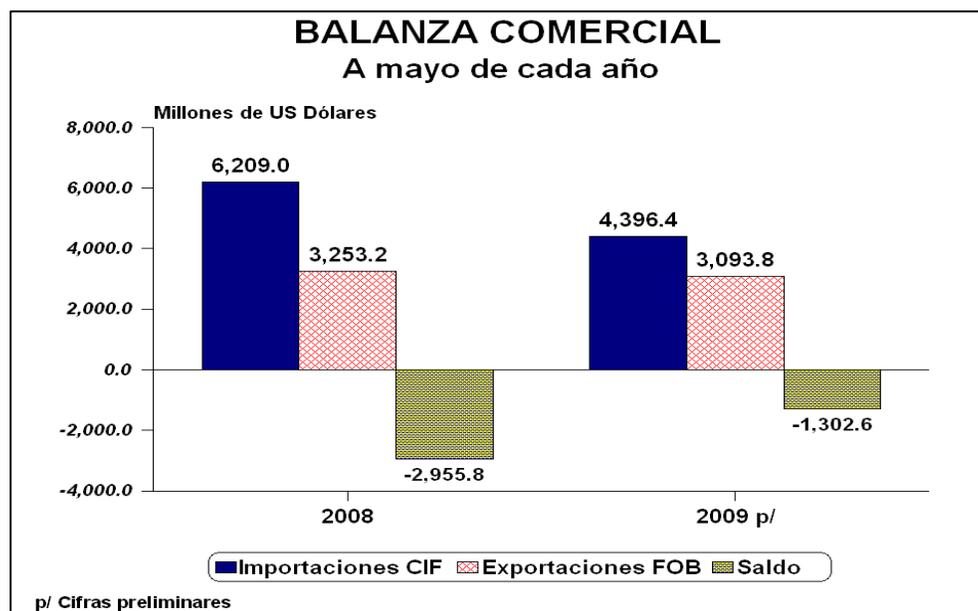


B. INTERNO

1. Balanza comercial a mayo de 2009, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal

a) Balanza comercial a mayo de 2009

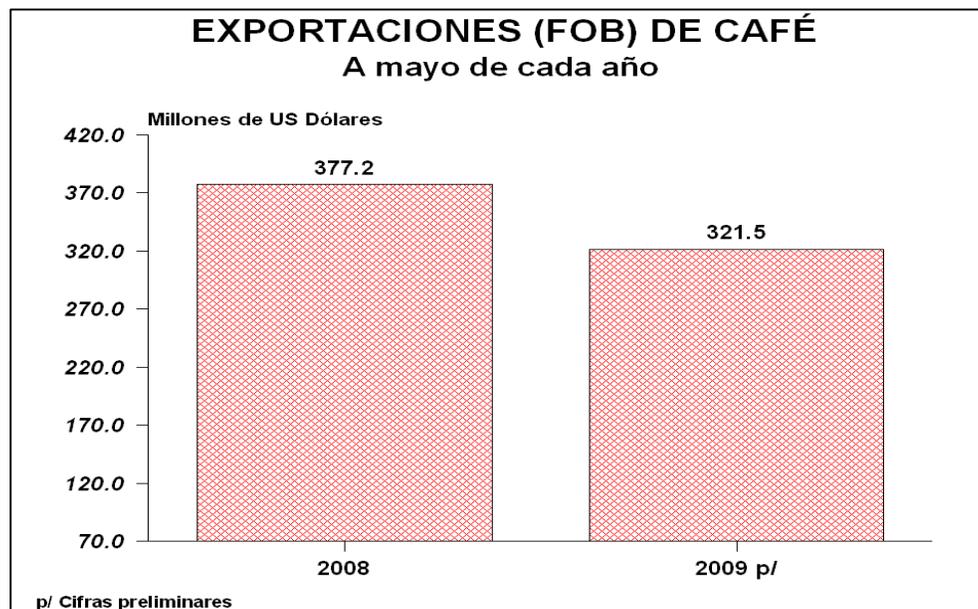
La balanza comercial³, a mayo de 2009, registró un saldo deficitario de US\$1,302.6 millones (equivalente a 3.4% del PIB), inferior en US\$1,653.2 millones (55.9%) al observado en igual período del año previo (US\$2,955.8 millones, equivalente a 7.6% del PIB). Este resultado estuvo determinado, por una parte, por la disminución de 4.9% en el valor de las exportaciones FOB (aumento de 11.3% a mayo de 2008), al pasar de US\$3,253.2 millones a mayo de 2008 a US\$3,093.8 millones a mayo de 2009 y, por la otra, por la reducción de 29.2% en el valor de las importaciones CIF (aumento de 17.6% a mayo de 2008), al pasar de US\$6,209.0 millones a mayo de 2008 a US\$4,396.4 millones a mayo de 2009.



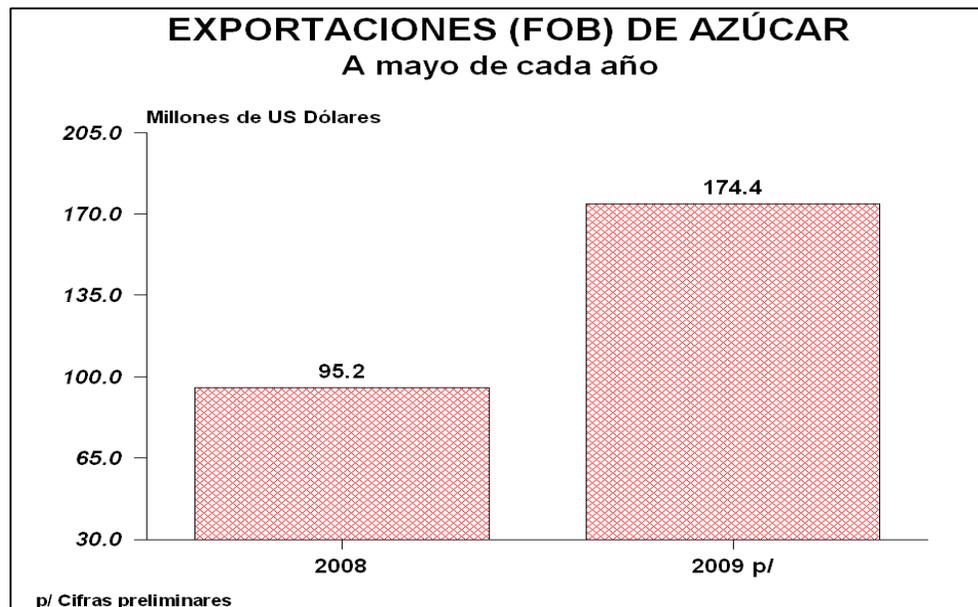
El valor de las exportaciones de café se situó en US\$321.5 millones, monto inferior en US\$55.7 millones (14.8%) con relación a mayo de 2008, lo que se explica por las disminuciones de 13.9% en el precio medio de exportación y de 1.0% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal disminuyó de US\$129.63 a mayo de 2008 a US\$111.62 en igual fecha de 2009. De conformidad con el servicio informativo *Bloomberg*, la disminución en el precio medio se asocia, por un lado, a un menor consumo del aromático, derivado de la situación económica mundial; y, por el otro, a un incremento en la oferta del grano por parte de Brasil, principal exportador mundial. Por su parte, el volumen exportado en quintales disminuyó, al pasar de 2,909.8 miles a mayo de 2008 a 2,880.4 miles en igual período de 2009. Según la Asociación

³ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

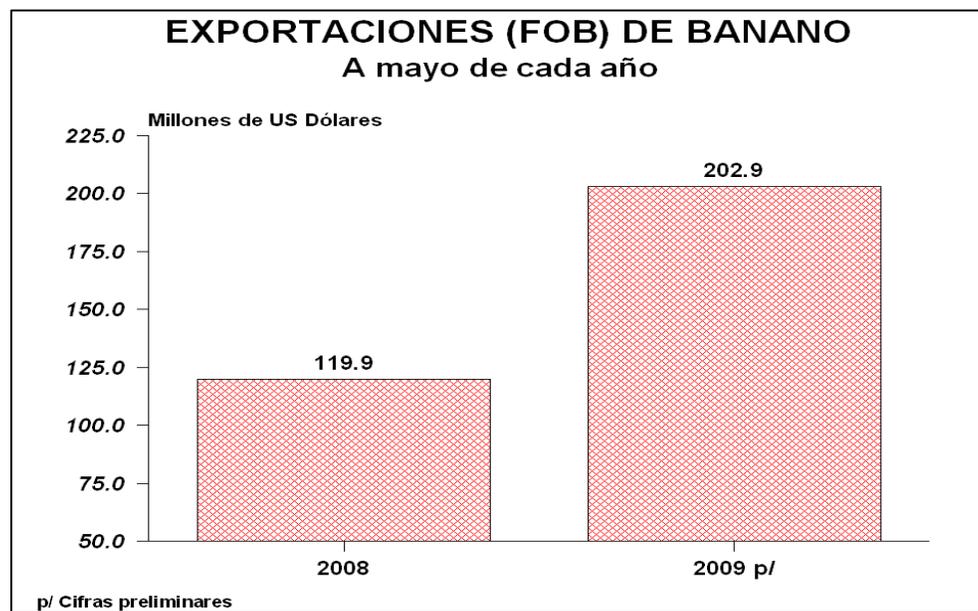
Nacional del Café (ANACAFE), la disminución en el volumen exportado se debe a las condiciones climáticas adversas que han provocado en algunas regiones lluvias y viento.



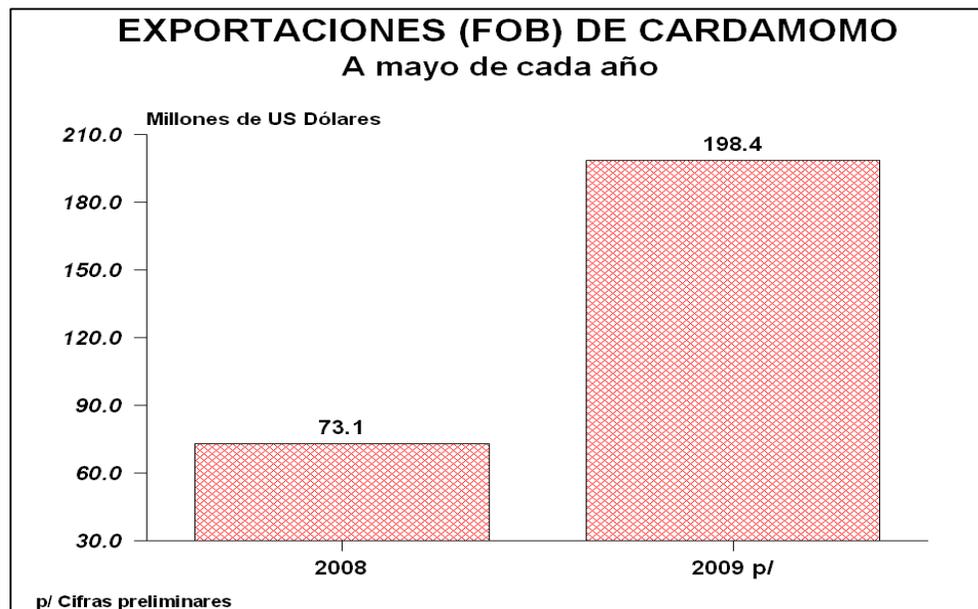
El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$174.4 millones, monto superior en US\$79.2 millones (83.2%) con relación al registrado a mayo de 2008, como resultado de los incrementos de 59.7% en el volumen exportado y de 14.7% en el precio medio de exportación. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentó de 7,818.6 miles a mayo de 2008 a 12,490.0 miles a mayo de 2009. De acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), el incremento en el volumen exportado se debe al mayor rendimiento de las áreas sembradas en la cosecha pasada, dado que hubo una buena luminosidad en las plantaciones. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$12.18 a mayo de 2008 a US\$13.96 en igual período de 2009. El incremento en el precio medio de exportación se asocia, por una parte, a una menor oferta por parte de India, uno de los principales productores del edulcorante, debido a la reducción de áreas destinadas a la siembra de caña de azúcar; y, por la otra, a una disminución en la producción de remolacha de azúcar en el Este de Europa.



En lo que respecta al valor de las exportaciones de banano, éste se ubicó en US\$202.9 millones, monto superior en US\$83.0 millones (69.2%) al registrado a mayo de 2008. Dicho resultado obedeció tanto al aumento en el volumen exportado, al pasar de 11,364.5 miles de quintales en 2008 a 14,026.6 miles de quintales en 2009, como al incremento de 37.1% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.55 a mayo de 2008 a US\$14.47 a mayo de 2009. Dicho comportamiento se asocia a la mayor demanda por parte de Estados Unidos de América.

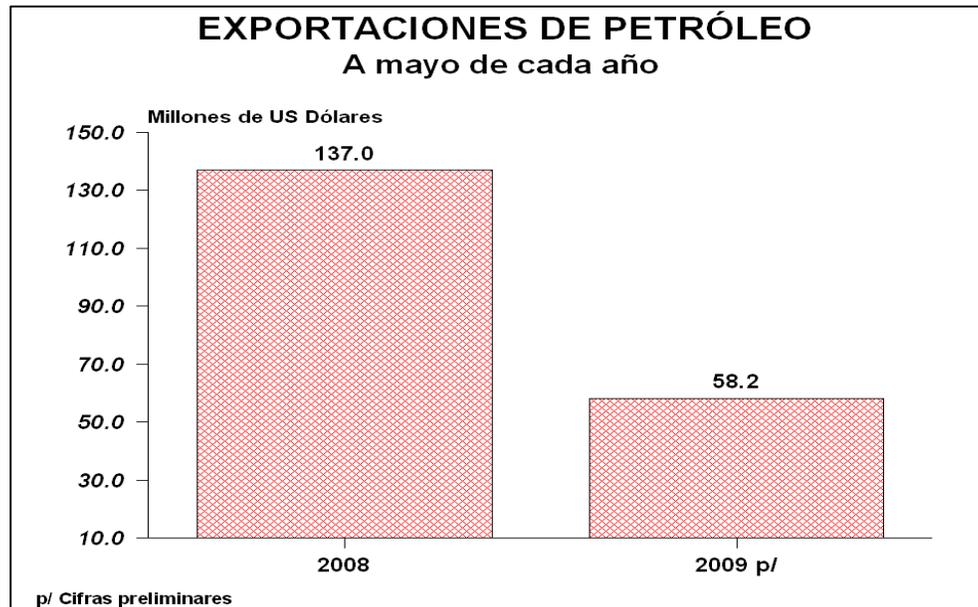


El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$198.4 millones, monto superior en US\$125.3 millones (171.4%) al observado a mayo de 2008. Este resultado se explica por el aumento de 119.0% en el precio medio de exportación por quintal, al pasar de US\$352.63 a mayo de 2008 a US\$772.28 a mayo de 2009, y por el incremento de 49.6 miles de quintales registrado en el volumen exportado. De conformidad con el semanario internacional *The Public Ledger*, el incremento del precio del cardamomo se asocia a menores expectativas de producción del aromático en Guatemala y en India, principales países productores.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a mayo de 2009 se situó en US\$58.2 millones, monto inferior en US\$78.8 millones (57.5%) al registrado al mismo período de 2008. Dicho comportamiento se debe, fundamentalmente, a la disminución en el precio medio de exportación por barril, que se situó en US\$31.27⁴, menor en US\$42.17 (57.4%) al observado a mayo de 2008. La disminución en el precio internacional del petróleo fue inducida por la merma en la demanda mundial, como consecuencia de la recesión económica mundial.

⁴ El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$47.68 a mayo de 2009), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$2,138.4 millones, monto inferior en US\$312.4 millones (12.7%) respecto a mayo de 2008. Este resultado obedece a las disminuciones de US\$96.8 millones (10.7%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana, de US\$81.9 millones (16.6%) de las exportaciones destinadas al resto del mundo, así como de US\$133.7 millones (12.7%) de las exportaciones amparadas bajo el Decreto 29-89, respecto de igual período de 2008.

En lo que respecta a exportaciones a Centroamérica, destaca la disminución en los rubros de materiales de construcción por US\$22.9 millones; productos químicos por US\$22.4 millones; artículos plásticos por US\$11.6 millones; productos de vidrio por US\$8.8 millones; y, productos metálicos por US\$6.8 millones.

En cuanto a los bienes exportados al resto del mundo, sobresale la disminución en los siguientes rubros: artículos de vestuario por US\$26.2 millones; caucho natural por US\$18.9 millones; productos metálicos por US\$12.4 millones; frutas y sus preparados por US\$9.6 millones; y, productos alimenticios por US\$7.6 millones.

Por su parte las exportaciones amparadas bajo el Decreto 29-89 registraron un monto de US\$922.9 millones, inferior en US\$133.7 millones (12.7%) al valor registrado a mayo de 2008.

En cuanto al valor CIF de las importaciones, a mayo de 2009, éste se situó en US\$4,396.4 millones, monto inferior en US\$1,812.6 millones (29.2%) al registrado en igual período de 2008. Este resultado se explica, tanto por el menor ritmo en la actividad económica del país como por la disminución en el precio internacional del petróleo. En efecto, las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios disminuyeron 34.9%, al pasar de US\$1,656.5 millones a mayo de 2008 a US\$1,077.6 millones en igual período de 2009. Por su parte, las importaciones de Combustibles y Lubricantes registraron una disminución de 43.6%, al pasar de US\$1,292.9 millones a mayo de



2008 a US\$729.7 millones a mayo de 2009. Con relación a las importaciones de Materiales de Construcción, éstas registraron un monto de US\$116.4 millones, inferior en US\$48.2 millones (29.2%) al valor registrado en igual período del año anterior.

Por su parte, las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta registraron una disminución de 25.3%, al pasar de US\$941.8 millones a mayo de 2008 a US\$703.8 millones a mayo de 2009; en tanto que las importaciones de Bienes de Consumo se ubicaron en US\$1,433.6 millones, monto inferior en US\$214.8 millones (15.0%) al registrado a mayo de 2008. Finalmente, las importaciones amparadas bajo el Decreto 29-89 registraron un monto de US\$550.0 millones, inferior en US\$169.4 millones (23.5%) al monto registrado en igual período de 2008.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 30 de junio de 2009, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,137.3 millones, lo que significa un aumento de US\$478.5 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2008. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$516.8 millones, egreso de divisas por US\$262.1 millones y otros ingresos netos por US\$273.4 millones.

Los ingresos se originaron, principalmente, principalmente por los desembolsos de deuda externa recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$516.8 millones.

Con relación a los egresos, se realizaron pagos relativos al servicio de la deuda pública externa no bonificada del Sector Público no Financiero por US\$194.6 millones, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$49.6 millones y venta de divisas por parte del Banco Central en el mercado cambiario por US\$67.5 millones.

En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan los derivados de inversiones de las RMIN en el exterior por US\$68.6 millones (de los cuales US\$16.3 millones corresponden a valorización neta de precios no realizada del portafolio y US\$52.3 millones corresponden a intereses devengados no percibidos); ingresos derivados de vencimientos de operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera por medio de operaciones de reporto con bancos del sistema por US\$90.9 millones⁵; depósitos de los bancos del sistema por US\$74.1 millones; otros ingresos por Administradores de Cartera por US\$46.6 y Regalías Petróleo por US\$10.4 millones y, otros egresos netos por US\$17.2 millones.

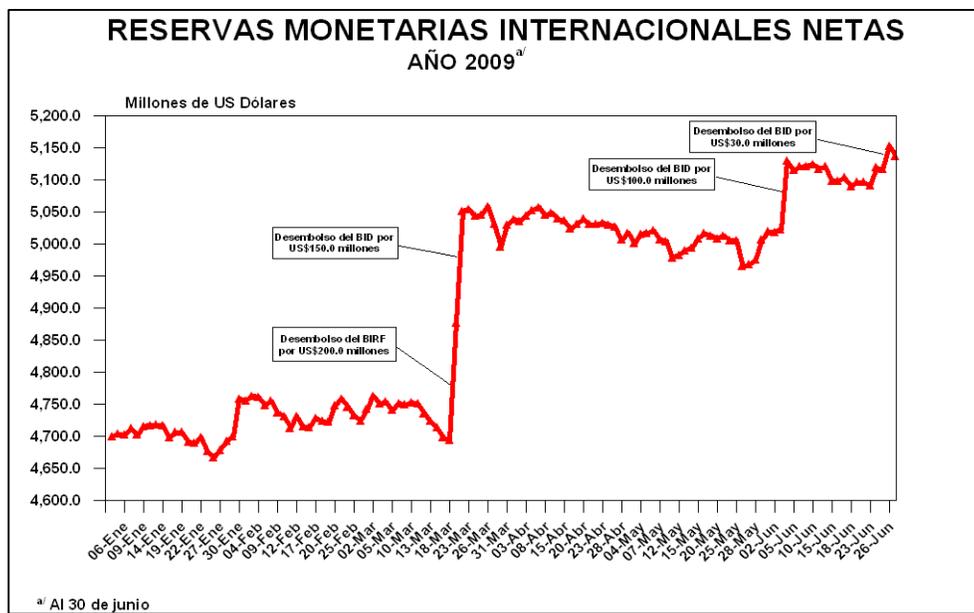
El nivel de RMIN al 30 de junio de 2009 (US\$5,137.3 millones), permitiría cubrir 5.2 meses de importaciones de bienes (por arriba del estándar internacional de 3.0 meses). Dicho nivel es un reflejo de la solidez externa del país, la cual se fortalecería aún más si se añaden los US\$935.0

⁵ Mecanismo de naturaleza temporal para proveer de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América a los bancos del sistema, aprobado en resolución JM-122-2008.

millones derivados de la reciente aprobación del Acuerdo *Stand-By* de tipo precautorio por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI).

La solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante la cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 30 de junio de 2009, el nivel observado de RMIN era equivalente a 8.3 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (8.7 veces al 30 de junio de 2008).

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos de la deuda pública externa a un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 3.4 veces las referidas obligaciones.



c) Tipo de cambio nominal

i) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

En Guatemala el esquema cambiario es flexible, por lo que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario. No obstante, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario mediante una regla que se basa en criterios objetivos y transparentes, que tiene la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. La referida regla de participación se aprobó mediante resolución JM-161-2008 del 23 de diciembre de 2008. La participación del Banco Central en el mercado cambiario se ha efectuado privilegiando la citada regla; no obstante, dada la intensificación de la crisis financiera internacional y la incertidumbre que la misma ha generado en los mercados, aunque en menor magnitud que en otros países de Latinoamérica, en el caso de Guatemala se elevó la volatilidad en el mercado cambiario, lo que propició la formación de

expectativas de depreciación cambiaria, situación que hizo necesario que la regla de participación fuera complementada mediante una disposición que permite al Banco de Guatemala participar en forma excepcional comprando o vendiendo divisas para contrarrestar volatilidad inusual.

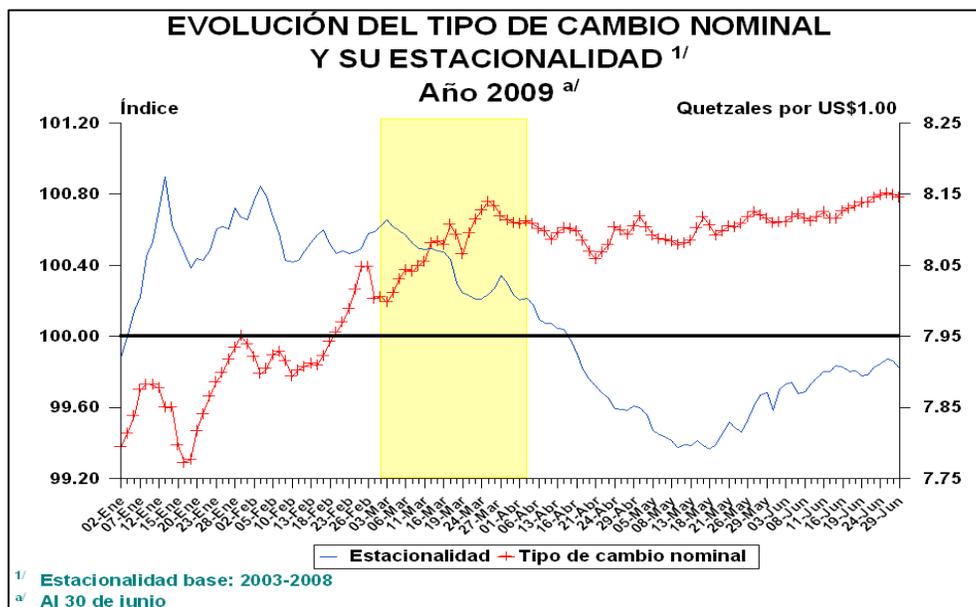
ii) Comportamiento reciente

Durante el primer semestre de 2009, el comportamiento del tipo de cambio nominal registró una tendencia hacia la depreciación, al pasar de Q7.782 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2008 a Q8.146 por US\$1.00 el 30 de junio de 2009, lo que en términos relativos equivale a una variación de 4.68%.

En el contexto de la actual crisis financiera internacional, el comportamiento del tipo de cambio nominal habría estado influenciado por expectativas de los agentes económicos generadas a partir de la actual coyuntura, caracterizada por la incertidumbre y su impacto en los flujos de capital de corto plazo, líneas de crédito, exportaciones, remesas familiares, turismo e inversión extranjera directa, lo que derivó en un incremento en las disponibilidades en moneda extranjera en las instituciones bancarias, principalmente en el último trimestre de 2008. No obstante, un análisis amplio de la evolución de los flujos cambiarios evidencia que tanto la balanza cambiaria total como la del sector privado han sido superavitarias en lo que va del año, debido, principalmente, a menores egresos por concepto de importaciones.

Con el propósito de moderar las expectativas surgidas durante los primeros meses del año, el Banco de Guatemala participó en el mercado cambiario en cuatro oportunidades en marzo, vendiendo US\$67.5 millones.

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





2. Finanzas Públicas

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009 fue elaborado a mediados de 2008, tomando como referencia una tasa de crecimiento de la actividad económica para 2009 de entre 3.0% y 3.5%, en un contexto en el que la economía mundial anticipaba una desaceleración y la percepción del efecto de la crisis financiera internacional hacia las economías latinoamericanas por parte de analistas y organismos financieros internacionales era de que la mayoría de las economías de la región estaban mejor preparadas que en el pasado para enfrentar dicha crisis. No obstante, la contracción económica observada en los principales países industrializados durante el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 fue mayor a la esperada, situación que deterioró las expectativas de crecimiento económico nacional para finales del presente año. En efecto, en Guatemala, al igual que en la mayoría de los países de la región latinoamericana, se efectuaron revisiones a la baja en sus tasas de crecimiento económico, tomando en cuenta que los impactos derivados de la crisis internacional en términos de caída en las exportaciones, en las importaciones, en las remesas familiares y en el turismo serían mayores a los previstos originalmente.

En el contexto descrito, la recaudación tributaria hasta junio se ha visto afectada, por un lado, por el efecto precio y volumen en los principales productos de importación que se han reducido de manera significativa respecto a igual período de 2008 y, por el otro, por la desaceleración en la actividad económica, con lo que la previsión de ingresos totales tiende a ser menor, lo que afectaría la situación de las finanzas públicas para finales del presente año. No obstante ello, hasta junio los esfuerzos de la Autoridad Fiscal, en el marco de una política fiscal anticíclica moderada, se han orientado a mantener el gasto público a pesar de la reducción en los ingresos. En lo que resta del año, sin embargo, se prevé que el gasto evolucione en función de los ingresos y las fuentes de financiamiento disponibles.

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a junio de 2009 registró un déficit de Q2,045.3 millones, equivalente a 0.7% del PIB (superávit de Q1,344.7 millones a junio de 2008, equivalente a 0.5% del PIB). Cabe indicar que a junio del presente año se registró un superávit primario⁶ de 0.01% del PIB, inferior en 1.1 puntos porcentuales al registrado a la misma fecha de 2008, como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q2,070.0 millones del gasto total, se genera un superávit por Q24.7 millones (superávit de Q3,301.0 millones a junio de 2008) y un ahorro corriente de Q2,438.0 millones.

Los ingresos totales a junio de 2009 registraron un monto de Q16,114.6 millones, inferior en Q1,369.2 millones (7.8%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 39.2% con relación al total presupuestado para 2009 (55.8% en 2008). Por

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



concepto de ingresos tributarios se percibieron Q15,231.7 millones, monto inferior en Q1,384.1 millones (8.3%) al registrado a junio de 2008. Dicha disminución se explica por una menor recaudación de impuestos indirectos por Q1,283.2 millones respecto a junio de 2008. La disminución en la recaudación de los impuestos indirectos, se debe principalmente a la menor recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA). En efecto, los ingresos por concepto de IVA alcanzaron un monto de Q7,182.1 millones, inferior en Q1,015.5 millones a lo percibido en igual período de 2008. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se explica, principalmente, por la menor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue inferior en Q1,203.7 millones (22.6%) respecto a junio de 2008.

En lo que se refiere a los gastos totales, a junio de 2009 éstos registraron un monto de Q18,159.9 millones, mayores en Q2,020.8 millones (12.5%) respecto al observado en igual período de 2008.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q13,424.6 millones, superiores en Q1,672.1 millones (14.2%) a los del mismo período del año anterior, resultado, principalmente, de los mayores gastos de operación (Q1,231.1 millones), de transferencias corrientes (Q327.3 millones) y de intereses de la deuda pública (Q113.7 millones). Por otra parte, los gastos de capital se situaron en Q4,735.3 millones, superiores en Q348.7 millones (7.9%) a los registrados en igual período de 2008, explicado por las mayores erogaciones de inversión directa por Q650.4 millones (46.8%) mientras que las de inversión indirecta fueron menores en Q301.7 millones (10.1%).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q3,207.4 millones, como resultado de desembolsos por Q4,153.1 millones⁷ y amortizaciones por Q945.7 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q1,560.1 millones, debido a negociaciones de títulos públicos por Q1,952.5 millones y a vencimientos por Q392.4 millones.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a junio de 2009, un incremento en la caja fiscal de Q2,722.2 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

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



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

CONCEPTO	2008	2009 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	17,483.8	16,114.6	-1,369.2	-7.8
A. Ingresos	17,273.5	15,873.9	-1,399.6	-8.1
1. Ingresos Corrientes	17,268.1	15,862.6	-1,405.5	-8.1
a. Tributarios	16,615.8	15,231.7	-1,384.1	-8.3
b. No Tributarios	652.3	630.9	-21.4	-3.3
2. Ingresos de Capital	5.4	11.3	5.9	109.3
B. Donaciones	210.3	240.7	30.4	14.5
II. Total de Gastos	16,139.1	18,159.9	2,020.8	12.5
A. Funcionamiento	11,752.5	13,424.6	1,672.1	14.2
B. Capital	4,386.6	4,735.3	348.7	7.9
III. Déficit o Superávit Fiscal	1,344.7	-2,045.3	-3,390.0	-252.1
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	5,515.6	2,438.0	-3,077.6	-55.8
V. Financiamiento	-1,344.7	2,045.3	3,390.0	-252.1
A. Financiamiento Externo Neto	857.9	3,207.4	2,349.5	273.9
B. Financiamiento Interno Neto	907.1	1,560.1	653.0	72.0
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,109.7	-2,722.2	387.5	-12.5

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

La situación actual de las finanzas públicas y su evolución futura tiene implicaciones para la política monetaria. En ese sentido, estimaciones recientes del Ministerio de Finanzas Públicas sugieren un escenario en el que se observará una caída de los ingresos tributarios para finales del presente año, aunque se prevé un ajuste a la baja en el gasto público, éste no será suficiente, por lo que se estima que el déficit del sector público combinado se ubicaría en 2.4% del PIB, superior al 2.0% previsto a principios de año. Las implicaciones para la política monetaria dependerán de los efectos del referido déficit en el corto y mediano plazo sobre la oferta monetaria.

3. La actividad económica para 2009⁸

a) Aspectos generales

Hacia finales de 2008, con la información disponible, se estimó una tasa de crecimiento de la actividad económica del país para 2009 de entre 3.0% y 3.5%, en un contexto en que la economía mundial venía desacelerándose y la percepción del efecto de la crisis financiera internacional hacia las economías latinoamericanas por parte de analistas y organismos financieros internacionales, era de que la mayoría de las economías de la región estaban mejor preparadas y fortalecidas que en ocasiones anteriores para enfrentar dicha crisis, debido al mantenimiento de sólidos

⁸ Un análisis por ramas de actividad se presenta en Anexo 1.



fundamentos macroeconómicos, al bajo nivel de vinculación con el mercado financiero internacional, a la reducción del endeudamiento externo, al mantenimiento de una política monetaria y fiscal disciplinada, así como a la bonanza económica que la región había venido mostrando en los últimos años, con tasas de crecimiento en promedio superiores a 4.0%.

En los últimos meses, no obstante, la información sobre la profundización de la crisis financiera y económica mundial, así como el deterioro de varios indicadores macroeconómicos de los principales socios comerciales del país y de la economía nacional, hicieron necesario revisar a la baja la tasa de crecimiento económico del país. En efecto, para 2009 se estima que la actividad económica nacional, medida por el producto interno bruto, en términos reales, registre un crecimiento de entre 1.0% y 2.0%, inferior a la tasa de crecimiento de 2008 (4.0%).

En el comportamiento estimado en la actividad económica nacional han incidido tanto factores externos como internos.

En el orden externo se consideraron los siguientes: a) la recesión económica en los Estados Unidos de América, en la Eurozona, en Japón y en algunos países de Latinoamérica; b) el moderado crecimiento económico en la región centroamericana; c) el mantenimiento de precios favorables para algunos productos de exportación, particularmente café, banano y cardamomo; d) la reducción de los precios de algunas materias primas, insumos y alimentos; e) la disminución de las exportaciones e importaciones; f) la reducción de los ingresos de divisas por remesas familiares y por turismo; y, g) la caída de la inversión extranjera directa. En tal sentido, como se indicó, según el Fondo Monetario Internacional (FMI) se espera que la economía mundial registre por primera vez en 60 años una contracción, al pasar de 3.2% en 2008 a -1.3% en 2009.

En el orden interno, se consideraron los factores siguientes: a) el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; b) la reducción de la tasa de inflación; c) el comportamiento positivo del crédito bancario al sector privado; d) el análisis de la información reciente de asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas; y, e) una política fiscal anticíclica moderada en el marco del Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica.

RECUADRO 2

ESCENARIO ECONÓMICO PARA 2009

I. PAÍSES CON RECESIÓN ECONÓMICA

La economía mundial ha caído en recesión y enfrenta perspectivas difíciles. Los problemas originados en los sectores financieros de los Estados Unidos de América, de Europa y de otras economías avanzadas desataron una crisis global en el último trimestre de 2008. Para las economías avanzadas y algunas de América Latina se espera un desempeño negativo en el presente año.

La crisis actual se originó por un apalancamiento y una toma de riesgos excesivos, propiciados por un largo período de tasas de interés bajas y alto nivel de crecimiento económico. Se pusieron en evidencia graves deficiencias en los sistemas de regulación financiera.

Cuando los precios de los activos y el crecimiento se deterioraron, la presión que ejercieron sobre los bancos y los hogares muy endeudados desembocó en un círculo vicioso que a finales de 2008 culminó en el mayor episodio de turbulencia financiera del período de posguerra, en el que grandes instituciones financieras con activa presencia internacional quebraron o fueron intervenidas. Tras la turbulencia financiera, se produjo un colapso de la actividad económica, el empleo y el comercio.

Las presiones financieras siguen siendo pronunciadas para 2009, por lo que las perspectivas de crecimiento de estas economías en el corto plazo son más débiles que en cualquier otro momento desde la Gran Depresión. Dada la turbulencia en la que están inmersos los mercados financieros, la escasez de crédito para las empresas y los hogares y la caída de la confianza del consumidor frente al creciente desempleo y la caída de la riqueza en los mercados inmobiliario y de acciones, el FMI prevé que la economía mundial se contraerá alrededor de 1.3% en 2009.

Para los Estados Unidos de América, que ha sido el epicentro de la turbulencia mundial, la tasa de desempleo subió a 8.5%, constituyéndose en el nivel más alto en veinticinco años. La confianza del consumidor cayó a niveles mínimos sin precedentes, mientras que el gasto real se mantiene en una tendencia descendente. La inversión fija de las empresas se está desplomando y un gran exceso de inventario de viviendas sigue deprimiendo la construcción residencial, así como los precios.

A continuación, se presentan las tasas de crecimiento económico negativo esperadas para 2009 de algunos países.

PAÍSES CON PERSPECTIVAS DE RECESIÓN ECONÓMICA PARA 2009

PAÍS	2007	2008	2009
Japón	2.4	-0.6	-6.2
Rusia	8.1	5.6	-6.0
Área del Euro	2.7	0.9	-4.2
Reino Unido	3.0	0.7	-4.1
México	3.3	1.3	-3.7
Estados Unidos de América	2.0	1.1	-2.8
Jamaica	1.4	-1.2	-2.6
Canadá	2.7	0.5	-2.5
Venezuela	8.4	4.8	-2.2
Ecuador	2.5	5.3	-2.0
Argentina	8.7	7.0	-1.5
Brasil	5.7	5.1	-1.3

Fuente: World Economic Outlook, FMI, abril 2009

II. PAÍSES CON DESACELERACIÓN ECONÓMICA

Los choques externos derivados de la crisis económica mundial están afectando a los mercados con economías emergentes. Para los países de América Latina y El Caribe (ALC), dichos choques son severos y de gran alcance, pero su intensidad varía entre países. Todos han experimentado una disminución en la demanda externa y muchos han tenido pérdidas en los términos de intercambio, al desplomarse los precios de las materias primas de exportación.



Junto con el deterioro de la situación externa, la fase de expansión económica de la región se detuvo abruptamente y las perspectivas de crecimiento han desmejorado considerablemente. Los choques están propagándose hacia la región a través de los canales siguientes: i) condiciones más restrictivas para el financiamiento externo; ii) reducción de la demanda de exportaciones; iii) fuerte deterioro de los términos de intercambio; y, iv) reducción de las remesas familiares y del turismo.

A pesar de lo anterior, la región de ALC ha acumulado varias fuentes de fortaleza y capacidad de resistencia durante la última década. Los países han avanzado en el fortalecimiento de su posición fiscal, en la mejora de la composición de la deuda pública, en una mayor solidez en sus sistemas financieros y en su regulación, en el anclaje de las expectativas inflacionarias y en la creación de marcos de política más creíbles. Asimismo, varios países pueden valerse de sus regímenes cambiarios flexibles para permitir procesos de ajuste.

La mejor posición macroeconómica permite mantener cierto optimismo en la respuesta de los países de ALC frente a las circunstancias adversas. Si bien las repercusiones de la crisis mundial han generado una desaceleración de la actividad económica en dichos países y contracción en otros, se prevé un regreso a la senda de crecimiento económico en el transcurso de 2009, incluso antes que lo estimado para las economías avanzadas. El crecimiento en ALC también será más favorable en comparación con anteriores fases recesivas de la economía mundial, cuando la región generalmente registró tasas de crecimiento menores que el promedio mundial.

La principal lección que ofrece la respuesta de ALC ante la crisis global es que los mejores fundamentos macroeconómicos que presenta la región, sirven no sólo para amortiguar el efecto de los choques, sino que también determinan en gran medida el margen disponible para aplicar políticas de corto plazo que busquen atenuar los efectos de la crisis mundial. El principal desafío inmediato es lograr un ajuste ordenado ante estos choques externos, procurando minimizar la interacción de factores negativos entre el sector financiero y el sector real que generen una contracción del producto y del empleo. El margen para aplicar políticas anticíclicas en las economías de ALC depende, en parte, del grado de preparación previa obtenido por cada país mediante la adopción de un marco de políticas adecuado.

A continuación, se presentan las tasas de crecimiento económico esperadas para 2009 de algunos países de América Latina y el Caribe con perspectivas de desaceleración económica para dicho año.

PAÍSES CON PERSPECTIVAS DE DESACELERACIÓN ECONÓMICA PARA 2009

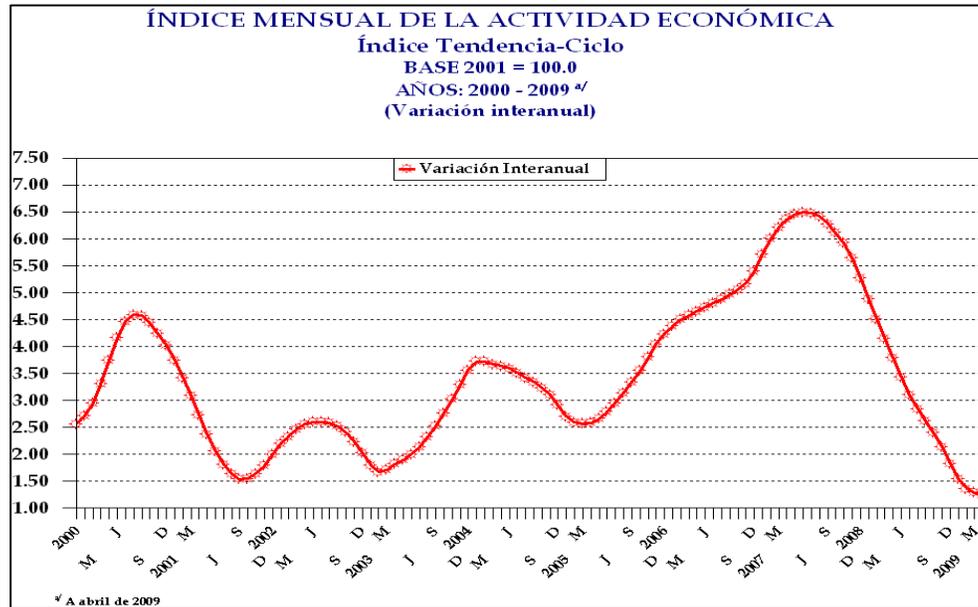
PAÍS	2007	2008	2009
Perú	8.9	9.8	3.5
Panamá	11.5	9.2	3.0
Bolivia	4.6	5.9	2.2
Honduras	6.3	4.0	1.5
Uruguay	7.6	8.9	1.3
Guatemala	6.3	4.0	1.0
Haití	3.4	1.3	1.0
Costa Rica	7.8	2.9	0.5
República Dominicana	8.5	4.8	0.5
Nicaragua	3.2	3.0	0.5
Paraguay	6.8	5.8	0.5
Trinidad y Tobago	5.5	3.4	0.5
Chile	4.7	3.2	0.1
Colombia	7.5	2.5	0.0
El Salvador	4.7	2.5	0.0

Fuente: World Economic Outlook, FMI, abril 2009

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas Económicas: Las Américas. (Extracto del documento denominado "Los fundamentos más sólidos dan dividendos". Mayo de 2009.

b) Índice Mensual de la Actividad Económica

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), su tendencia-ciclo, después de haber mostrado un comportamiento ascendente durante el período abril de 2005 a junio de 2007, cuando su variación interanual alcanzó el punto máximo (6.52%), éste empezó a desacelerarse hasta ubicarse en abril de 2009 en 1.25%, variación inferior a la observada en el mismo mes de 2008 (4.15%). Este resultado es congruente con la desaceleración prevista en la actividad económica para el presente año⁹.



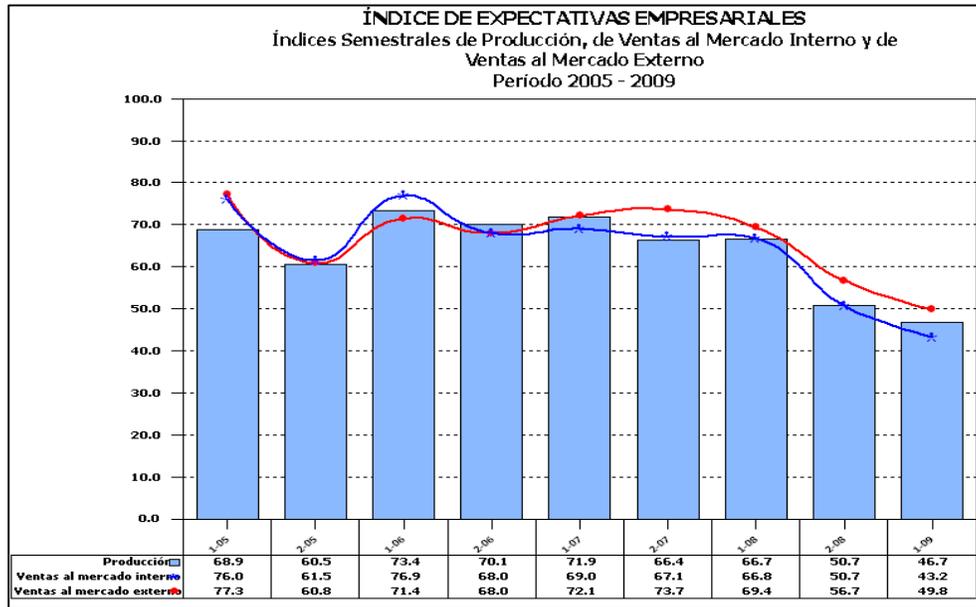
c) Encuesta de Opinión Empresarial

En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial¹⁰ llevada a cabo de febrero a marzo de 2009, del total de empresarios encuestados, el 37.4% manifestó que para el primer semestre de 2009, el volumen de producción disminuiría (16.5% en la encuesta del año previo, para igual período de 2008), el 31.8% que se mantendría igual (33.6% en la encuesta del año previo) y el 30.8% que aumentaría (49.9% en la encuesta del año anterior). Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción¹¹, refleja que para el primer semestre de 2009, el nivel de producción disminuirá respecto a lo previsto para el segundo semestre de 2008; asimismo, los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo reflejan una disminución, tal como se ilustra en la gráfica siguiente.

⁹ Según la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, a abril de 2009, el resto de países de Centroamérica registró variaciones interanuales negativas en sus respectivos índices mensuales de la actividad económica.

¹⁰ Realizada a una muestra de 370 establecimientos industriales, de los cuales el 52.4% son grandes (más de 50 trabajadores), el 18.4% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 29.2% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

¹¹ Construido con base en el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará, menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá.



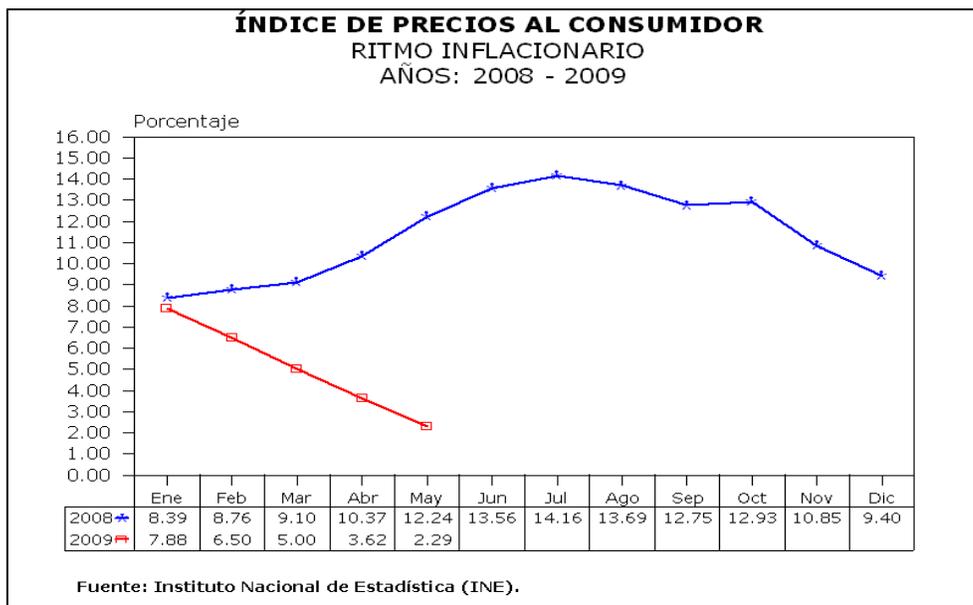
IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de mayo de 2009

Con base en el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 31 de mayo de 2009, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 2.29%, inferior al registrado a mayo de 2008 de 12.24%.

El ritmo inflacionario a mayo de 2009 continuó con la tendencia a la baja que se ha venido registrando desde mediados del año anterior dado que la inflación mensual en los primeros cinco meses de 2009 ha registrado variaciones inferiores a los promedios históricos de los últimos años y que la inflación mensual registrada en los mismos meses de 2008 fue significativamente alta.





El comportamiento observado en la inflación interanual a mayo de 2009 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 3.21%. Cabe destacar que esta división de gasto explica el 64.19% del total del ritmo inflacionario, sobresaliendo el incremento observado en el índice de los grupos de gasto siguientes: Frutas frescas, secas y en conserva (9.73%); Hortalizas, legumbres y tubérculos (6.69%); Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas (5.43%); Carnes (4.20%); Leche, productos lácteos y huevos (3.19%); Pescados y mariscos (2.91%); y, Pan y cereales (0.50%).

A nivel de productos, los que más incidieron en el ritmo inflacionario fueron, el Frijol (26.26%); la Carne de aves fresca, refrigerada o congelada (8.47%); los Productos de tortillería (5.51%); y, el Almuerzo (4.06%) que en conjunto representaron el 41.18% del total de la inflación registrada a mayo de 2009.

La división de gasto Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa (ponderación 7.95%), registró, a mayo de 2009, una variación interanual de 7.33%, que representó el 22.27% del ritmo inflacionario. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio del Jabón en bola (23.04%); y, del Servicio para el mantenimiento rutinario del hogar (4.30%).

La división de gasto Recreación y cultura (ponderación 6.83%), registró, a mayo de 2009, una variación interanual de 4.88%, que representó el 13.10% del ritmo inflacionario. Sobresale en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de los Viajes de paseo fuera del país (12.29%); y, la Adquisición de animales, plantas y productos de jardinería (11.84%).

La división de gasto Transporte y comunicaciones (ponderación 10.92%) registró a mayo de 2009, un crecimiento interanual de 0.25%, que representó el 1.31% del ritmo inflacionario. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio del Transporte aéreo (37.75%); Transporte urbano (14.26%); y, del Transporte extraurbano (6.92%).

Por otra parte, es importante mencionar que a mayo de 2009, del total de divisiones de gasto que conforman el IPC, la de Educación y la de Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, registraron variaciones negativas en su tasa interanual de crecimiento.

En el caso de la división de gasto Educación (ponderación 5.60%), registró una variación interanual de -4.02%. Lo anterior se explica, principalmente, por las reducciones observadas en las cuotas de inscripción y en las cuotas mensuales de educación. Cabe señalar que ambas reducciones se asocian a la entrada en vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-2008 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita.

Por su parte, la división de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (ponderación 10.00%), registró a mayo de 2009 una variación interanual de -5.13%. En dicho comportamiento incidió, principalmente, la reducción registrada en el precio medio del gas propano

(-29.59%), como resultado de la caída en el precio internacional del petróleo, así como una reducción en los gastos derivados del servicio de electricidad (-11.05%).

El comportamiento de las seis divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 71.61% del ritmo inflacionario observado a mayo de 2009.

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

DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	Mayo 2008	Mayo 2009	RITMO INFLACIONARIO ^{1/}	RITMO INFLACIONARIO (ESTRUCTURA PORCENTUAL %)
ÍNDICE GENERAL	100.00	176.96	181.02	2.29	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	210.10	216.85	3.21	64.19
2. Vestuario y calzado	7.94	134.33	137.03	2.01	5.24
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	160.28	152.06	-5.13	-20.09
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	153.80	165.07	7.33	22.27
5. Salud	5.48	153.95	162.05	5.26	10.92
6. Transporte y comunicaciones	10.92	166.10	166.52	0.25	1.31
7. Recreación y cultura	6.83	162.02	169.92	4.88	13.10
8. Educación	5.60	162.02	155.50	-4.02	-9.17
9. Bienes y servicios diversos	6.53	151.74	159.30	4.98	12.23

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

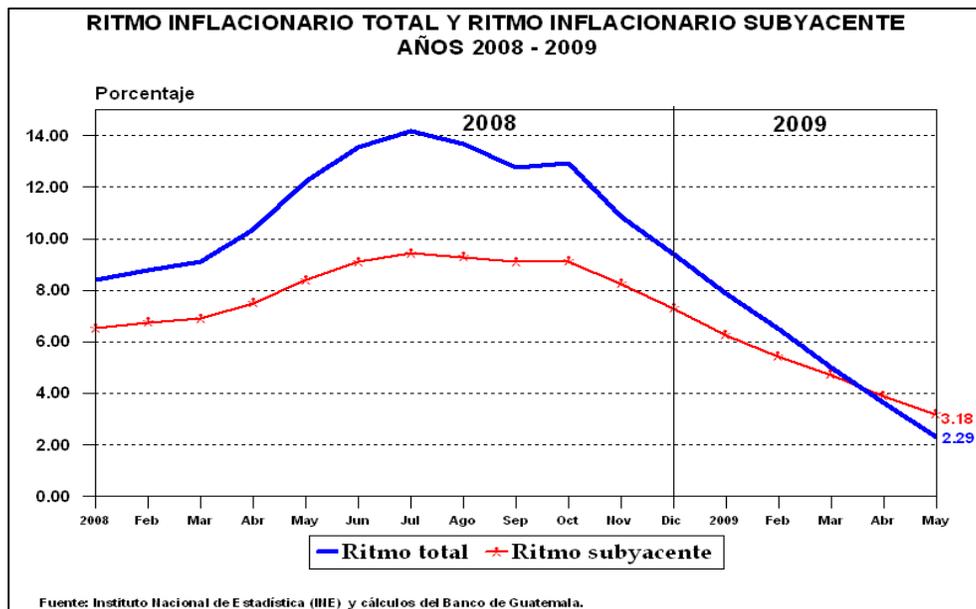
^{1/} Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

2. Inflación subyacente

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

La inflación subyacente registró una variación interanual de 3.18%¹² a mayo de 2009, superior en 0.89 puntos porcentuales al ritmo inflacionario total (2.29%).

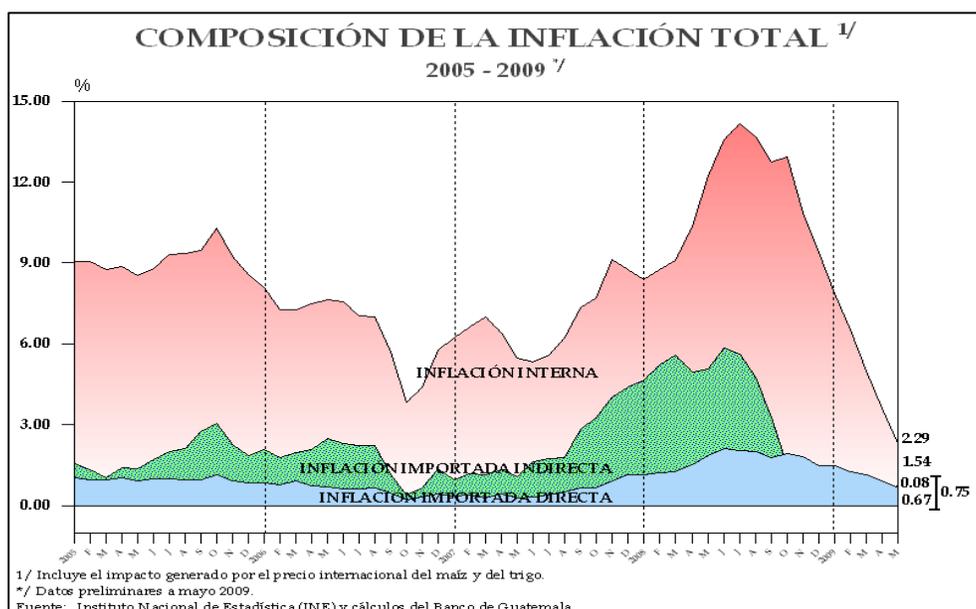
¹²A mayo de 2009, se excluyeron los índices de precios de 16 bienes y servicios, los que, en conjunto, representaron 8.42% de la ponderación total del IPC.



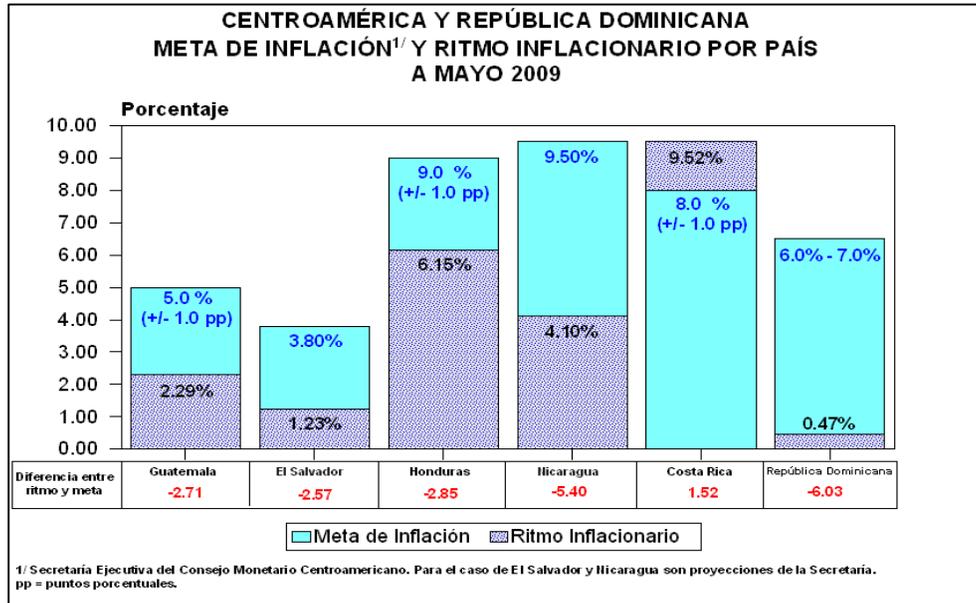
3. Inflación importada

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

A mayo de 2009, la inflación importada explicó 0.75 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (2.29%), de los cuales 0.67 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 0.08 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, como se ilustra en la gráfica siguiente.



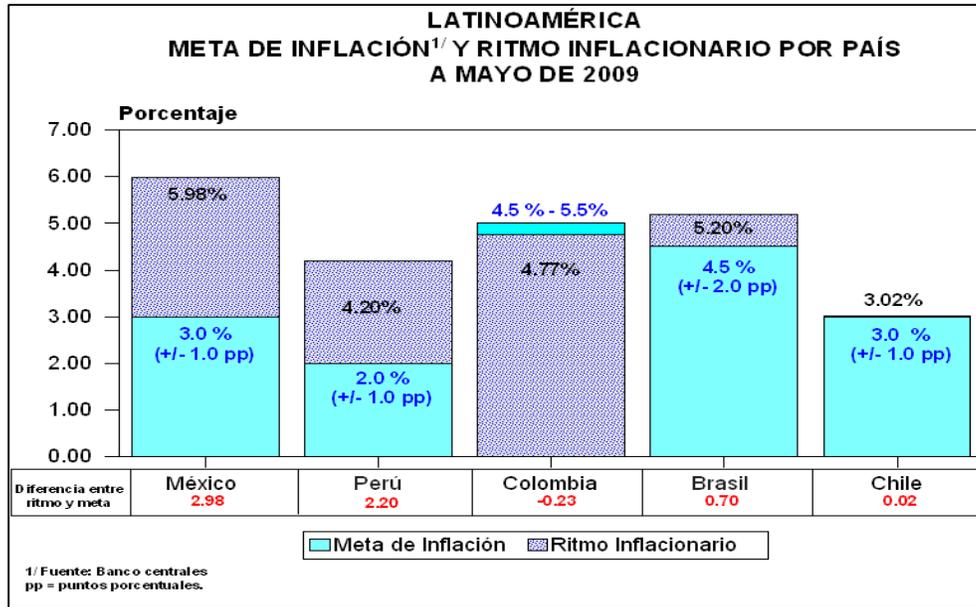
En Guatemala, al igual que en El Salvador, Honduras, Nicaragua y República Dominicana, la inflación observada a mayo fue inferior a las metas de inflación determinadas para 2009. Por su parte, la inflación en Costa Rica se ubicó por arriba de la meta establecida para el presente año.



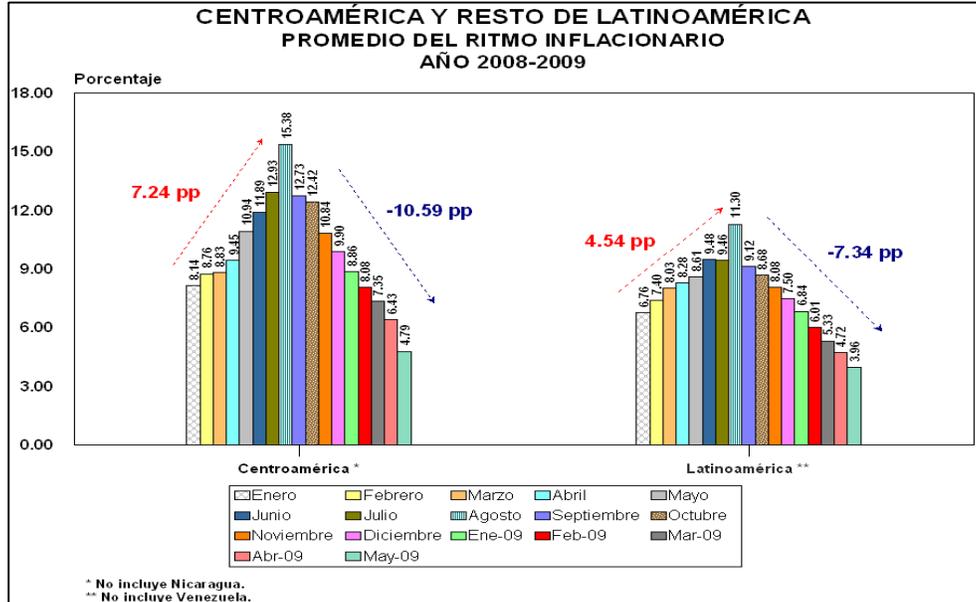
Vale la pena puntualizar que los choques externos que se registraron en 2008, también afectaron a otros países latinoamericanos que han implementado el esquema de metas explícitas de inflación, entre los que se encuentran, Chile, Colombia, México, Brasil y Perú.

Destaca el caso particular de México, que registró a mayo de 2009 un ritmo inflacionario de 5.98%, superior en 2.98 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año¹³. Por otra parte, Perú y Chile registraron ritmos inflacionarios de 4.20% y 3.02%, respectivamente, los cuales aún se ubican por encima de las metas de inflación que dichos países establecieron para 2009, siendo significativo el de Perú (desvíos de 2.20 y 0.02 puntos porcentuales, en su orden).

¹³ En el comportamiento de la inflación en México ha incidido la marcada depreciación del peso mexicano respecto del dólar estadounidense, registrada a partir de octubre de 2008.



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





4. Respuesta de política monetaria

- **Para mantener ancladas las expectativas de inflación**

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

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

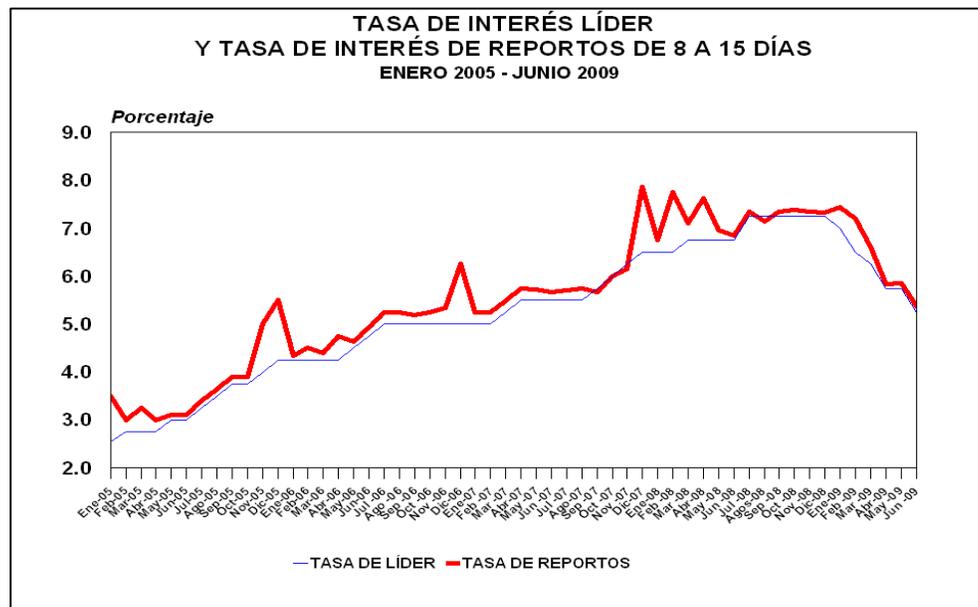
Las estimaciones econométricas del ritmo inflacionario total indican que el mismo continuará desacelerándose durante los meses siguientes, aun cuando se observaren variaciones intermensuales positivas, debido al importante aumento de las variaciones intermensuales registradas entre abril y julio de 2008.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

En ese contexto, las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria se sustentaron en un análisis integral del balance de riesgos de inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con fundamento en dicho análisis, las decisiones adoptadas entre enero y abril de 2009, consideraron los aspectos siguientes: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la disminución en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo que incidió en la determinación de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera que ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Con esa base, la Junta Monetaria disminuyó la tasa de interés líder, en enero a 7.00%, en febrero a 6.50%, en marzo a 6.25%, en abril a 5.75% y en junio a 5.25%, lo que representó una disminución acumulada de 200 puntos básicos. Dichas reducciones si bien coadyuvarían a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los hogares y a las empresas, debe tenerse presente que los cambios en la referida tasa se transmiten con ciertos rezagos a las tasas

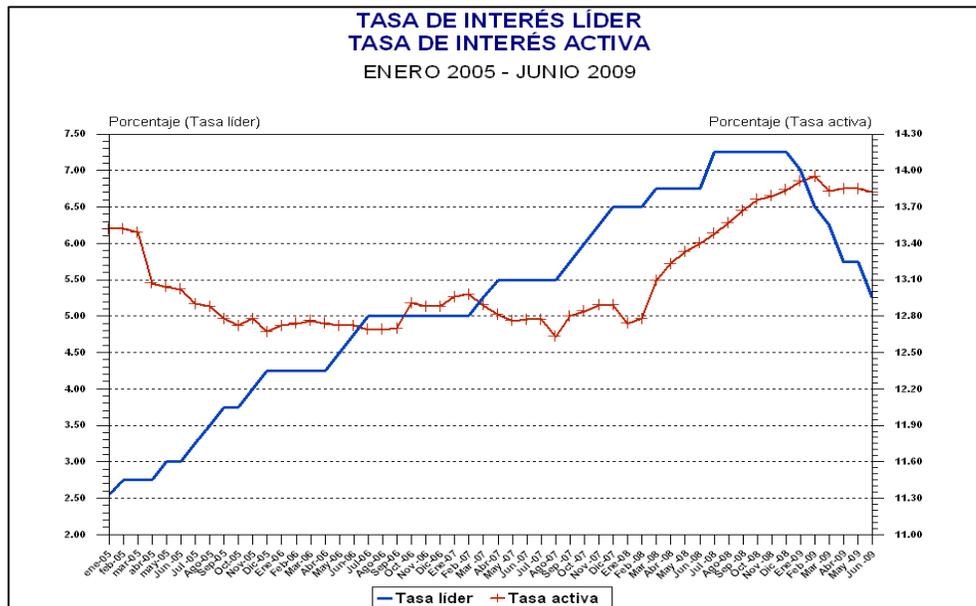
de interés bancarias y a junio de 2009 dicha disminución no se había reflejado, ya que la tasa de interés activa promedio ponderado registró prácticamente el mismo nivel observado en diciembre de 2008. Por otra parte, la tasa de interés líder es sólo uno de varios factores que inciden en la determinación de la tasa de interés activa, especialmente en una coyuntura de deterioro de la actividad económica, en la que se incrementa la aversión al riesgo por parte de los intermediarios financieros, lo cual incide en las tasas de interés que establecen a los diferentes sectores dependiendo de su evaluación de riesgo crediticio. Otro factor importante es la liquidez bancaria disponible, la cual aumentó en forma significativa desde noviembre de 2008, reflejándose en un excedente de la base monetaria amplia que al finalizar abril se situó en Q5,042.6 millones.

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

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



No obstante, es usual que los cambios en las tasa de interés de política monetaria se transmitan con rezago a las tasas de interés de largo plazo, en el caso de Guatemala, en la trasmisión no sólo se observa dicho rezago, sino que, como se ilustra en la gráfica siguiente, las tasas de interés de largo plazo (en particular la tasa de interés activa en el sistema bancario), no responden significativamente a cambios en la tasa de interés líder, dado que en el alza que ocurrió en la tasa de interés activa durante 2008 (95 puntos básicos) influyeron factores que se asocian más a un incremento en la percepción de riesgo por parte de los agentes económicos, que las alzas que ocurrieron en la tasa de interés líder. Adicionalmente, en los primeros seis meses del año, como se indicó, a pesar de que la tasa de interés líder de la política monetaria se redujo 200 puntos básicos, la tasa de interés activa, mantuvo prácticamente el mismo nivel registrado a finales de 2008.



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

- **Para dotar de liquidez al mercado**

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



nacional como en moneda extranjera a efecto de enfrentar los efectos del deterioro del entorno externo, los cuales se describen a continuación.

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda nacional:

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

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda extranjera:

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

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

RECUADRO 3

AJUSTE ORDENADO DE LAS POLÍTICAS EN LATINOAMÉRICA ANTE LOS CHOQUES EXTERNOS

Los choques externos que afectan a Latinoamérica son severos y de gran alcance, pero su intensidad varía entre países. Todos han sufrido pérdidas en la demanda de sus exportaciones y muchos han sufrido pérdidas en los términos de intercambio al desplomarse los precios de las materias primas de exportación. Los países con sectores manufactureros importantes, se han visto más afectados. Los ingresos provenientes de las remesas y el turismo también se han visto menguados y el financiamiento externo se ha encarecido para todos e incluso algunos países han sido excluidos de los mercados de crédito.

Sin embargo, la región ha acumulado fuentes de fortaleza y capacidad de resistencia durante el último decenio, aunque cabe reiterar que en distintos grados. Asimismo, los países han avanzado en el fortalecimiento de su posición fiscal, en la mejora de la composición de la deuda pública, en la mayor solidez en sus sistemas financieros y su regulación, en el anclaje de las expectativas inflacionarias y en la creación de marcos de política más creíbles. Por otra parte, más países pueden valer de sus regímenes cambiarios flexibles para complementar sus procesos de ajuste.

Como resultado de esos avances muchos países de la región han podido responder a la crisis externa con políticas activas para impulsar la producción y el empleo y proteger a los más vulnerables. Ello sucede en marcado contraste con el pasado, cuando los factores de vulnerabilidad internos a menudo obligaron a aplicar políticas defensivas, para tratar de no caer en una espiral de crisis.

El desafío para los gobiernos latinoamericanos consistirá en facilitar un ajuste ordenado, limitando la interacción nociva entre el sector financiero y el sector real y minimizando las consiguientes pérdidas de producto y de empleo. El fortalecimiento de los balances macroeconómicos ha sido un aspecto fundamental para reforzar la capacidad de resistencia a los choques y la desaceleración será menos pronunciada si se logra mantener la confianza en los lineamientos de política económica.

En ese sentido, pese a que las economías latinoamericanas enfrentan mayores limitaciones para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas que las economías avanzadas, los gobiernos de la región deberían encaminar sus esfuerzos en atender las áreas de política económica siguientes.

2. POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

La atención inmediata en este sector debe centrarse en una supervisión más cercana de las instituciones financieras y en adoptar sistemas de alerta temprana que detecten y corrijan problemas en dichas instituciones que pudieran llegar a tener un alcance sistémico. Asimismo, las autoridades supervisoras deberían tener acceso a una base de información más amplia, que incluya las operaciones fuera del balance de los bancos, el endeudamiento de los hogares, la exposición de las empresas por medio de operaciones con derivados financieros, los precios de inmuebles y los valores de otros bienes utilizados como garantías.

2. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Respaldados por una trayectoria más sólida de lucha contra las presiones inflacionarias, las autoridades de los países que aplican esquemas de metas de inflación adoptaron acertadamente políticas más expansivas cuando se observó claramente que la desaceleración de la actividad económica y la caída de los precios de los alimentos y los combustibles generarían una reducción en la inflación y en las expectativas de inflación. En estos países, la flexibilidad de los tipos de cambio nominales también ha contribuido a amortiguar los efectos de los choques externos. Asimismo, los bancos centrales han establecido facilidades en moneda extranjera para contrarrestar la reducción de las líneas de crédito del exterior.

La aplicación de una política monetaria más expansiva podría justificarse en algunos países, si se mantiene la flexibilidad del tipo de cambio y las expectativas de inflación permanecen debidamente ancladas. Por otra parte, los esfuerzos de los bancos centrales por restablecer el canal crediticio pueden adoptar una amplia gama de modalidades, según la estructura financiera y otras circunstancias del país. Sin embargo, es conveniente que dichas operaciones no convencionales se realicen de forma neutral, es decir, sin favorecer a ciertos sectores económicos o empresas.

3. POLÍTICA FISCAL

En principio sería conveniente aplicar una política fiscal anticíclica para reducir el riesgo de una desaceleración económica prolongada. Sin embargo, el margen para aplicar medidas de estímulo fiscal varía según el país y deben evaluarse detenidamente las ventajas e inconvenientes en cada caso. Las condiciones de financiamiento para los mercados emergentes seguirán siendo restrictivas y podrían empeorar aún más, lo que limitará el margen para una expansión fiscal. Además, si se considera que el estímulo fiscal puede poner en peligro a la sostenibilidad, ello podría provocar una reacción negativa del mercado, lo que podría socavar la estabilidad y complicar aún más la posición fiscal y las perspectivas de crecimiento. También es importante mantener una estrecha coordinación entre la política monetaria y la política fiscal.



Con el objeto de asegurar la solvencia fiscal y evitar una reacción adversa de los mercados que afecte la confianza, convendría tener en cuenta tres condiciones particularmente importantes: i) el estímulo fiscal debe ser transitorio y bien focalizado; ii) los marcos fiscales a mediano plazo deben explícitamente comprometer al gobierno a una corrección fiscal cuando las condiciones económicas mejoren; ,y iii) deben implementarse reformas estructurales para reforzar el crecimiento y, por tanto, las perspectivas de los ingresos fiscales a mediano plazo.

4. POLÍTICA SOCIAL

La disminución en el flujo de divisas por remesas familiares y por turismo está afectando mucho más a los países de bajo ingreso de la región, asimismo, la desaceleración generalizada de la actividad económica se traduciría en un incremento del desempleo y en una migración del empleo formal al sector informal. En este contexto, es importante preservar el gasto prioritario focalizado en reducir la pobreza durante la desaceleración económica, en virtud de que el crecimiento podría permanecer deprimido por cierto tiempo, lo que subraya la importancia de fortalecer lo antes posible las redes de protección social en la región.

5. POLÍTICA COMERCIAL

Hasta el momento, el avance del proteccionismo comercial no ha sido la norma en los países latinoamericanos; sin embargo, es importante resistir las presiones a favor de la adopción de políticas proteccionistas con poca visión de futuro ya que éstas podrían ser contraproducentes y empeorar la situación de todos los países.

En el mediano plazo, se prevé un entorno macroeconómico poco favorable, lo que subraya la importancia de acelerar las reformas estructurales a fin de aumentar la inversión, el crecimiento y reducir la pobreza. Con respecto al sector privado, los objetivos prioritarios son aumentar la intermediación y el acceso al financiamiento proporcionado por los bancos y los mercados de capital para las pequeñas empresas, fortalecer la infraestructura financiera y mejorar el entorno empresarial. Otros desafíos pendientes en Latinoamérica son el aumento del nivel de inversión pública y el mejoramiento de la calidad de los servicios públicos, tanto con respecto a la infraestructura física como a la social. Es esencial reducir las rigideces presupuestarias y eliminar progresivamente los subsidios no focalizados a los pobres con el objetivo de proporcionar el espacio fiscal necesario para proyectos de inversión pública y social en la región.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas económicas: Las Américas -Los fundamentos más sólidos dan dividendos-*. Mayo de 2009.



B. PROYECCIÓN ECONÓMETRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a mayo de 2009 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.48%, valor que se encuentra ligeramente por debajo de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, para finales de 2010 se proyecta un ritmo inflacionario de 5.65%, valor que se sitúa dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

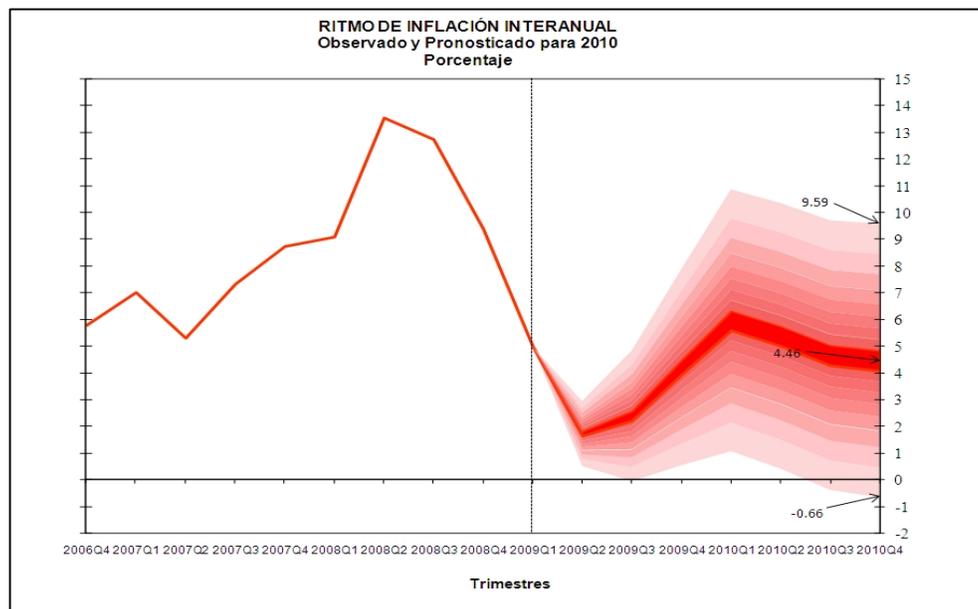
C. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en su segundo corrimiento de 2009 y se presenta el balance de riesgos de dichos pronósticos.

1. Diagrama de abanico

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

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2009-2010, generado por el segundo corrimiento del MMS en 2009. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2009 es de 4.22%; mientras que para el cuarto trimestre de 2010 es de 4.46%.



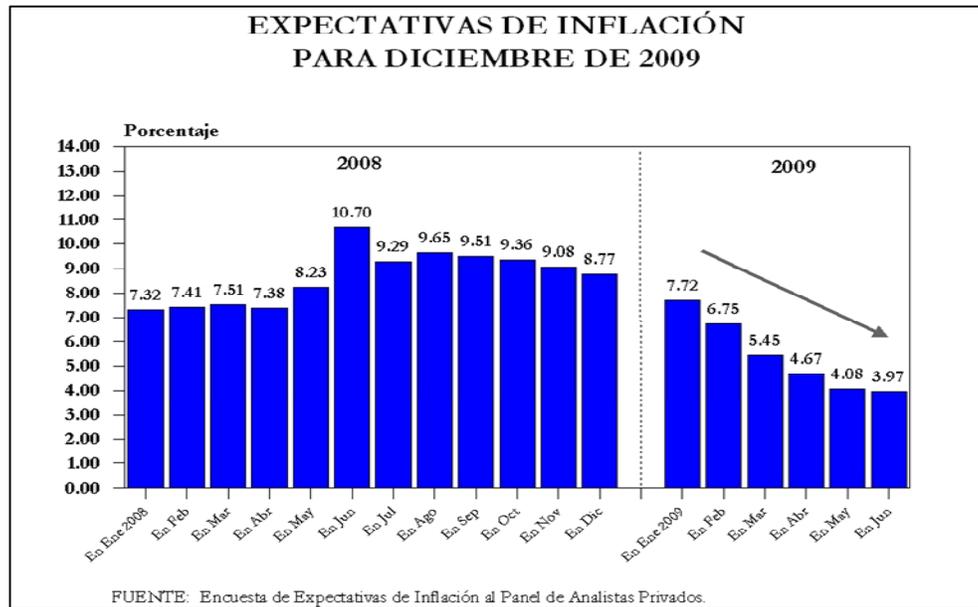
En el presente ejercicio de pronóstico, la probabilidad asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2009 y para 2010 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica, como se ilustra en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

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

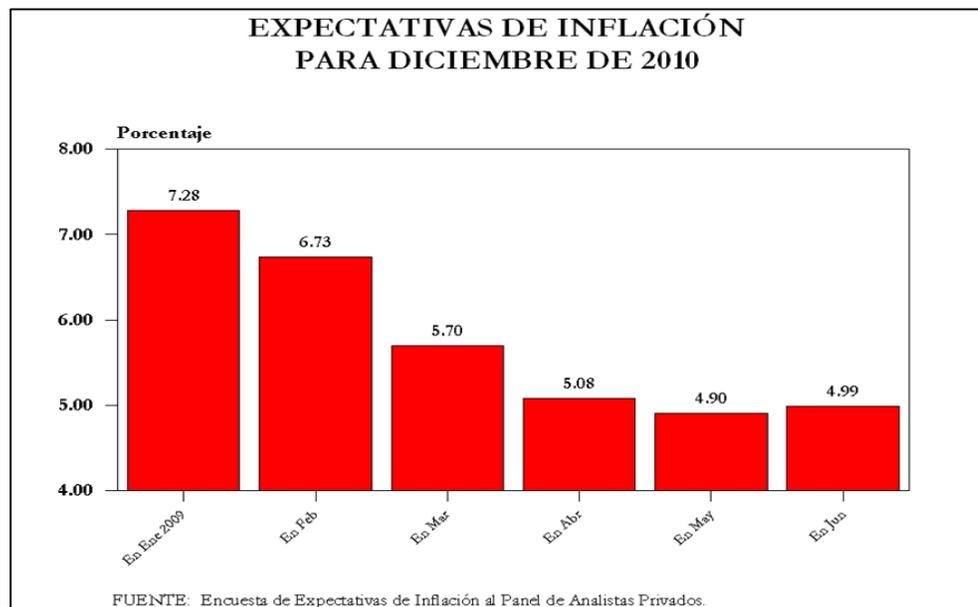
1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados

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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en junio de 2009, los encuestados prevén para diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se situará en 3.97%, porcentaje inferior en 4.80 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2008 (8.77%) y dentro de la meta de inflación determinada para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual).



Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2010, la encuesta efectuada en junio de 2009 registró un ritmo inflacionario de 4.99%, valor que se ubica dentro de la meta de inflación para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual).



2. Expectativas implícitas de inflación

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo

plazo¹⁴ y las tasas de interés de corto plazo¹⁵. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, en los países en desarrollo son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país¹⁶, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a mayo de 2009, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.15 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1 punto porcentual.

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



E. TASA DE INTERÉS PARÁMETRO

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor” ya que toma en consideración una tasa de interés base (o neutral) que es ajustada en función de diferenciales de inflación y de demanda agregada; incorporando además un ajuste por tipo de cambio nominal. Su resultado indica los niveles de tasa de interés de mercado que deberían privar para ser

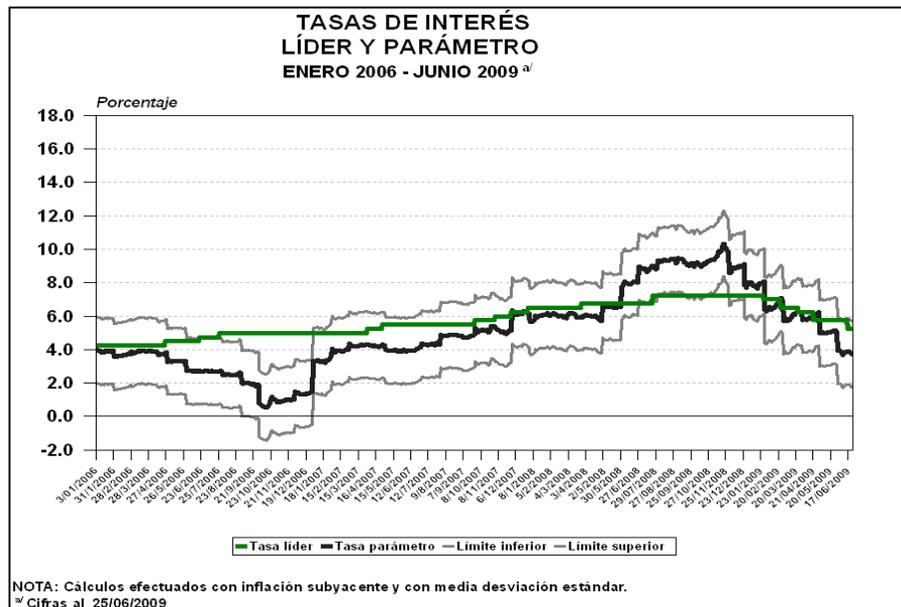
¹⁴ Tasa de interés activa total y tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

¹⁵ Tasa de interés de operaciones de repo entre 1 y 7 y tasa de interés promedio ponderado de DP hasta 182 días.

¹⁶ Diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

compatibles con la meta de inflación. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 establece que se debe comparar el nivel de la tasa de interés líder con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

Al 25 de junio de 2009, la tasa de interés parámetro se situó en 3.72% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 5.69% y 1.74%, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés líder de la política monetaria fue 5.25%, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.



F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

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

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación¹⁷, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita

¹⁷ En esta metodología se calcularon cinco indicadores, uno para cada categoría de orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010.



hacer comparaciones entre los resultados de un mes y otro, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

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

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2008 (%)	AI 30/06/2009 (%)
Relajada	17.86	27.01
Moderadamente relajada	0.00	21.94
Invariable	9.34	5.80
Moderadamente restrictiva	32.69	45.25
Restrictiva	40.11	0.00
TOTAL	100.00	100.00

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

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

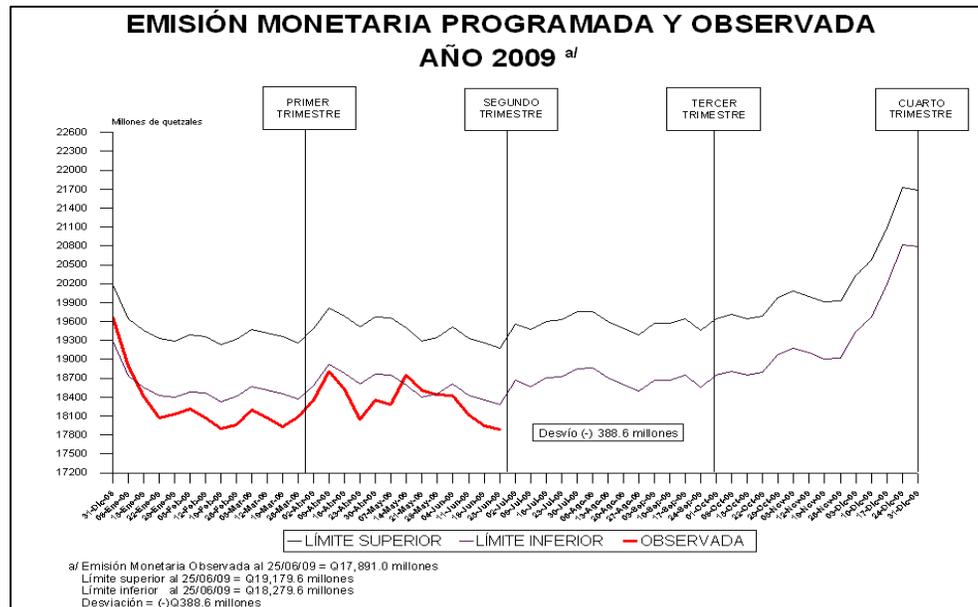
Dada la incidencia en el mediano plazo del comportamiento de las variables de seguimiento sobre la inflación, éstas pueden evidenciar la presencia de presiones inflacionarias generadas por un exceso de demanda agregada.

A continuación se presenta el comportamiento de las variables de seguimiento al 25 de junio de 2009.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 7.6% al cierre de 2009, compatible con la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual) y con la tasa de crecimiento de la actividad económica de entre 1.0% y 2.0%.

A partir de la segunda semana de enero y hasta el 25 de junio de 2009, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado, registrando a dicha fecha un desvío promedio de Q388.6 millones.



El comportamiento de la emisión monetaria por debajo de sus valores programados ha respondido, fundamentalmente, a factores de demanda. En efecto, dada la desaceleración de la actividad económica, los agentes económicos han tendido a demandar menos efectivo por motivo transacción, lo que se combinaría con la mayor confianza en el sistema bancario, lo anterior se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez (relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias) disminuyó de 0.1915 el 31 de diciembre de 2008 a 0.1670 al 25 de junio de 2009. Las captaciones bancarias en moneda nacional, por su parte, aumentaron 13.4% al 25 de junio en términos interanuales. Por el lado de los factores de oferta que incidieron en el comportamiento de la emisión monetaria, se encuentra la política fiscal que fue relativamente expansiva, reflejándose en un monto de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala menor al programado, el cual fue compensado por un aumento mayor al programado en el encaje bancario y en las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado.

2. Base monetaria amplia

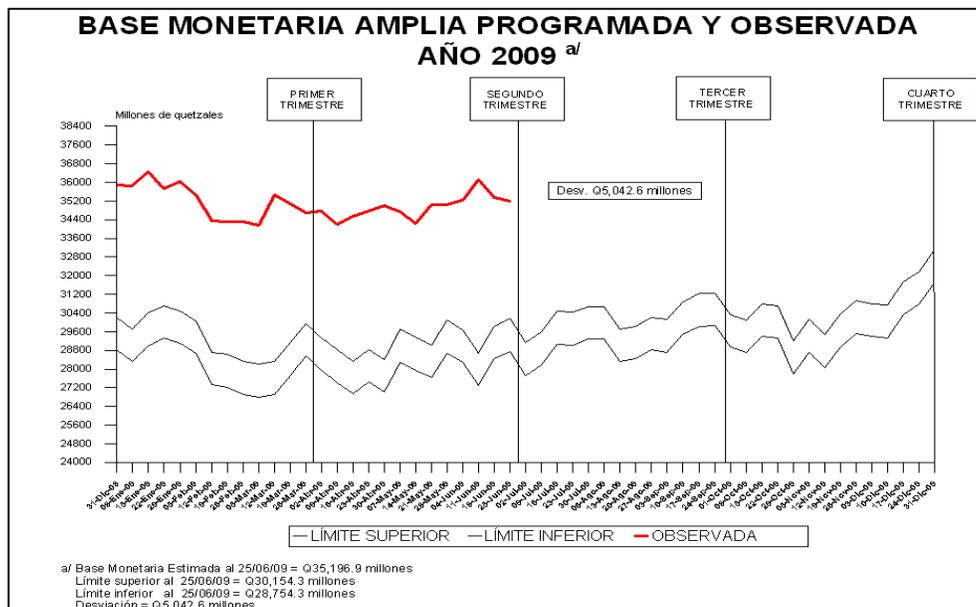
Conceptualmente la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación) más las reservas bancarias (encaje bancario). Su importancia radica en que representa el concepto de dinero de alto poder, en virtud de que expande la creación secundaria de dinero (mediante el multiplicador monetario) y, a su vez, la oferta monetaria. Se denomina de alto poder porque esos recursos potencialmente pueden convertirse en crédito

bancario al sector privado y, por ende, aumentar el nivel de los medios de pago, que constituyen el concepto de oferta monetaria en sentido amplio.

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

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

Al 25 de junio de 2009, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor programado, registrando un desvío promedio de Q5,728.4 millones, asociado, principalmente, a excedentes de liquidez en moneda nacional, que tuvieron su origen, especialmente, en el incremento del gasto público en el último trimestre de 2008 y que se tradujo en un retiro de depósitos en el Banco de Guatemala por parte del Gobierno Central de alrededor de Q1,700.0 millones entre noviembre de 2008 y junio de 2009. Durante el primer semestre del presente año, las finanzas públicas han sido más expansivas respecto de lo previsto, situación en la que influye la contracción de los ingresos tributarios combinada con un gasto más dinámico. Cabe indicar que al 25 de junio el saldo de las inversiones de los bancos del sistema en DP en el Banco de Guatemala al plazo de 91 días ascendió a un monto de Q6,495.5 millones, del cual aproximadamente 67.2% correspondió al plazo de 7 días (alrededor de Q4,370.0 millones), situación que refleja la tenencia de recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.

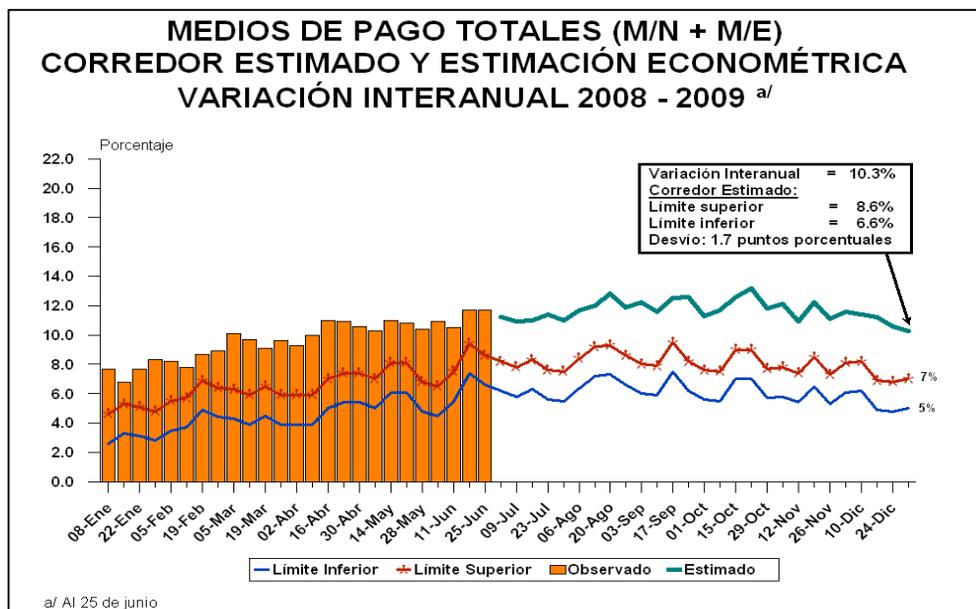


3. Medios de pago

Se estima que para finales de 2009 los medios de pago (M2) crecerán entre 5.0% y 7.0% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 25 de junio de 2009, la variación interanual de los medios de pago fue de 11.7%, la cual se ubicó por arriba del margen de tolerancia estimado para esa fecha (6.6% - 8.6%).

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

Al 25 de junio de 2009, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 10.3%, la cual se ubicó por arriba del rango estimado para diciembre de 2009 (5.0% - 7.0%).



Durante el primer semestre del año, los medios de pago se ubicaron por arriba del corredor estimado, situación que obedece al incremento registrado en las captaciones bancarias (especialmente depósitos de ahorro y depósitos a plazo), debido en gran medida al menor dinamismo observado en el numerario en circulación, como resultado de una menor preferencia de liquidez por parte del público.

4. Crédito bancario al sector privado

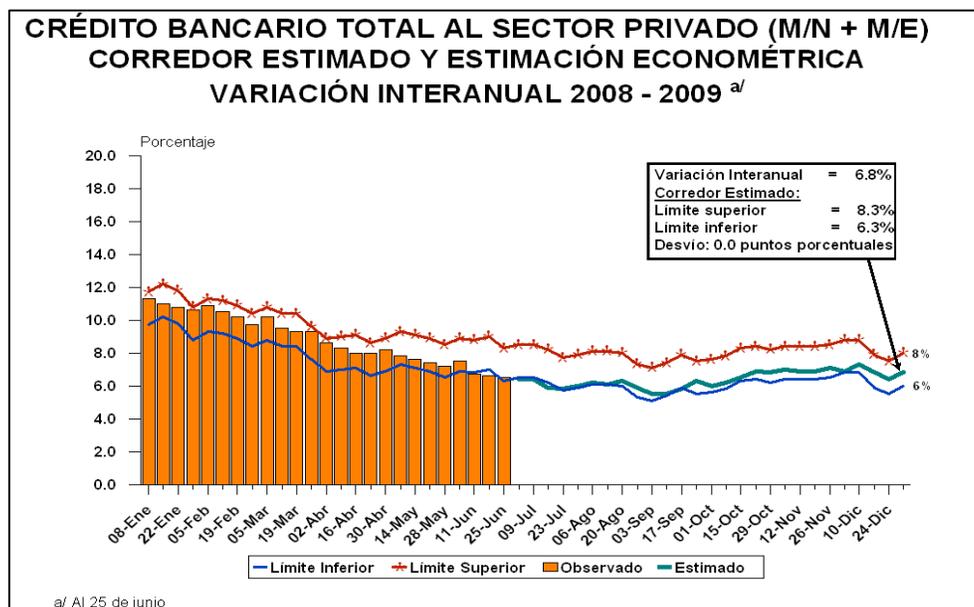
a) Tasa de crecimiento interanual

El corredor estimado del crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para 2009 se ubica en un rango de entre 6.0% y 8.0%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con la nueva estimación de crecimiento económico.

Al 25 de junio de 2009, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 6.5%, ubicándose dentro del corredor estimado para esa fecha (6.3% - 8.3%).

Al igual que en el caso de los medios de pago, para esta variable se utiliza una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario total al sector privado para diciembre de 2009, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional de esta variable en el período 2001-2008, como la información que se observa periódicamente.

Al 25 de junio de 2009, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 6.8%, la cual se ubica dentro del rango estimado para diciembre de 2009 (6.0% - 8.0%).



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

Dentro de los factores de oferta, destaca el hecho de que los bancos del sistema ante la percepción de riesgo han sido más rigurosos en sus análisis de crédito y han incrementado su preferencia por activos líquidos, por lo que en la medida que aumenta la percepción de riesgo acerca del deudor se restringe el otorgamiento de crédito o se cobra una prima adicional por



riesgo, la cual podría conducir a tasas de interés más altas para sectores considerados de mayor riesgo. El otro factor de oferta es el monto de recursos líquidos (prestables) con que cuenta el sistema bancario, los cuales aunque actualmente se mantienen elevados, dada la aversión al riesgo de las instituciones en un ambiente externo desfavorable y menor actividad económica, no son destinados a actividades crediticias.

Por el lado de la demanda, cabe citar que en un ambiente de desaceleración económica como el actual, los planes de inversión y de consumo suelen postergarse, situación que hace innecesario el uso de crédito bancario adicional y, por ende, disminuye la demanda del mismo. Otro factor que incide en el comportamiento de la demanda de crédito es su costo que se refleja en el hecho de que la tasa de interés activa promedio ponderado de los bancos del sistema al 25 de junio de 2009 se mantuvo prácticamente en el mismo nivel que a finales de 2008, a pesar de que el Banco Central en el primer semestre del año redujo en 200 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria y que los niveles de liquidez aumentaron significativamente desde noviembre de 2008. Un factor adicional que ha afectado la demanda de crédito ha sido la fuerte disminución que registra el comercio exterior (en particular, las importaciones), lo que hace innecesaria la contratación de créditos nuevos por parte del sector privado.

H. TASAS DE INTERÉS

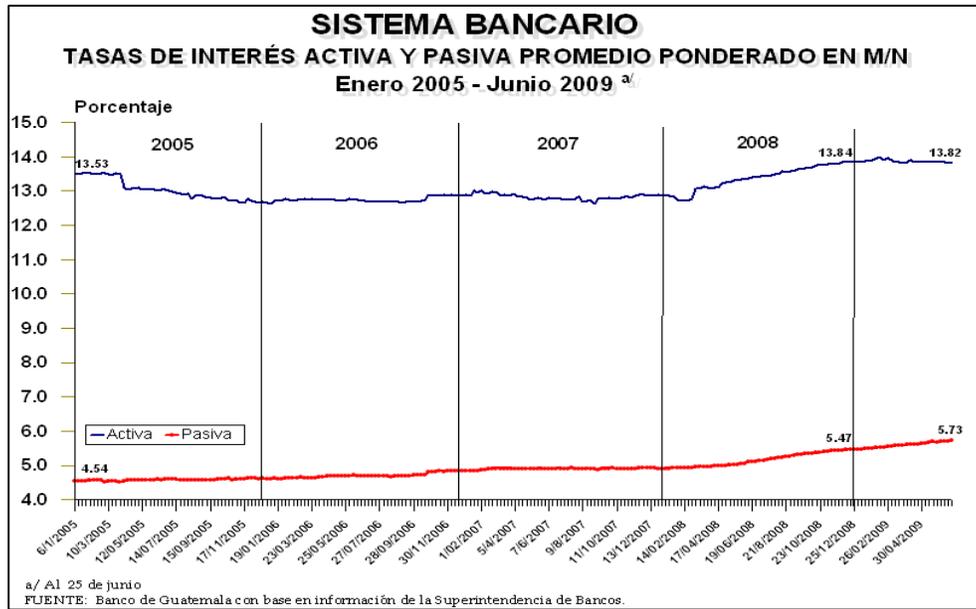
1. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario

a) En moneda nacional

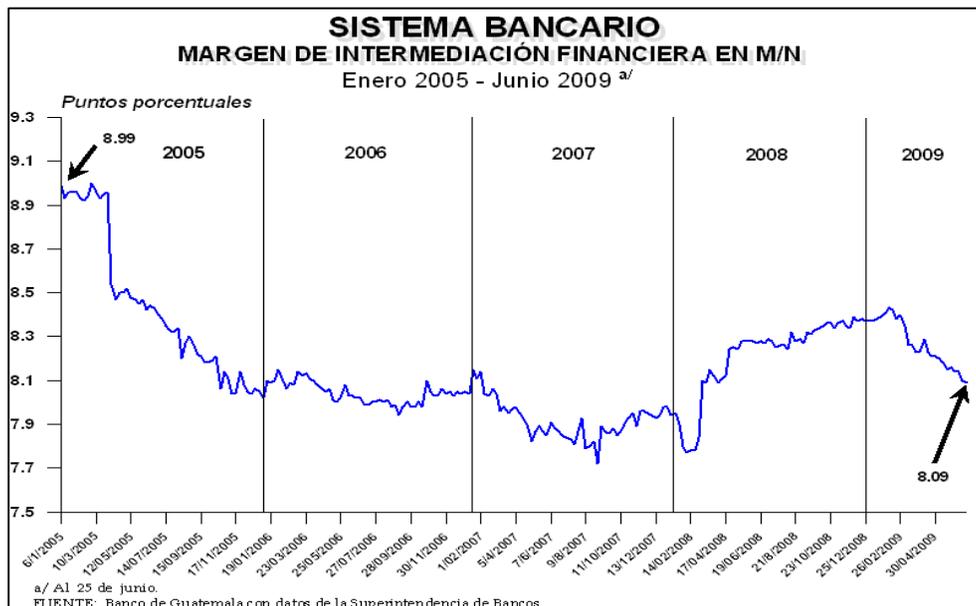
Durante el período enero-junio de 2009, la tasa de interés activa promedio ponderado registró un comportamiento estable, situándose al 25 de junio en 13.82%, similar a la observada a finales de diciembre de 2008 (13.84%)¹⁸, mientras que la tasa pasiva promedio ponderado registró una tendencia al alza, ubicándose en 5.73%, superior en 0.26 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2008 (5.47%)¹⁹.

¹⁸Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la que corresponde al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 12.42%, el cual se mantuvo al 25 de junio de 2009. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa se ubicó en 14.04%, en tanto que al 25 de junio de 2009 se situó en 14.48%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 24.72%, mientras que al 25 de junio se situó en 24.98%.

¹⁹Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 5.15%, mientras que al 25 de junio de 2009 fue de 5.44%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 5.90%, en tanto que, al 25 de junio de 2009 se ubicó en 6.15%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se situó en 6.84%, mientras que al 25 de junio se ubicó en 7.04%.

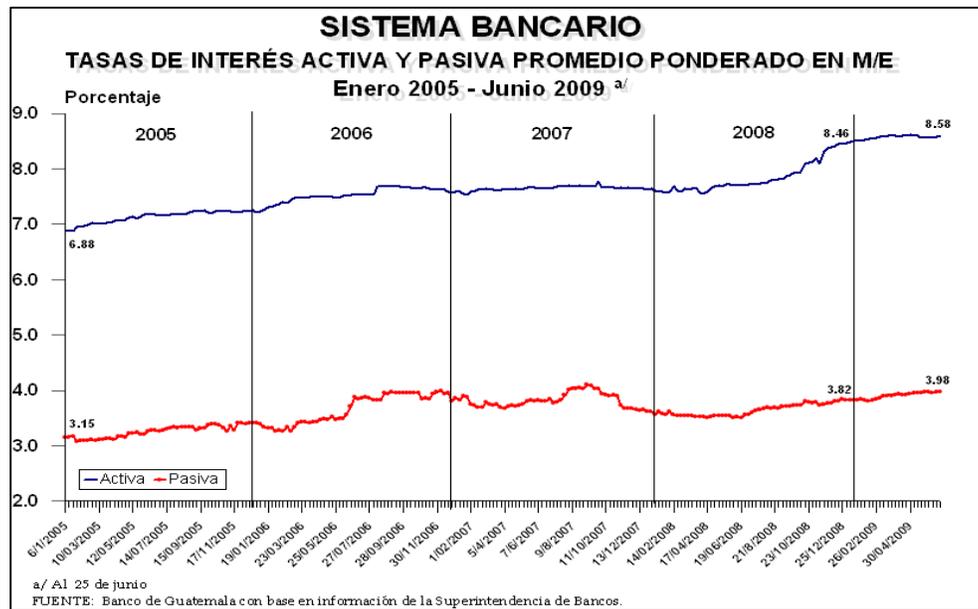


Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera se situó en 8.09 puntos porcentuales, inferior en 0.28 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2008 (8.37 puntos porcentuales).



b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-junio de 2009 exhibieron una tendencia al alza, pero más moderada que la registrada en el último cuatrimestre de 2008, cuando se intensificó la crisis financiera internacional. En efecto, al 25 de junio, la tasa de interés activa se situó en 8.58%, superior en 0.12 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2008 (8.46%)²⁰. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró un aumento, al pasar de 3.82% en diciembre de 2008 a 3.98% el 25 de junio de 2009²¹.

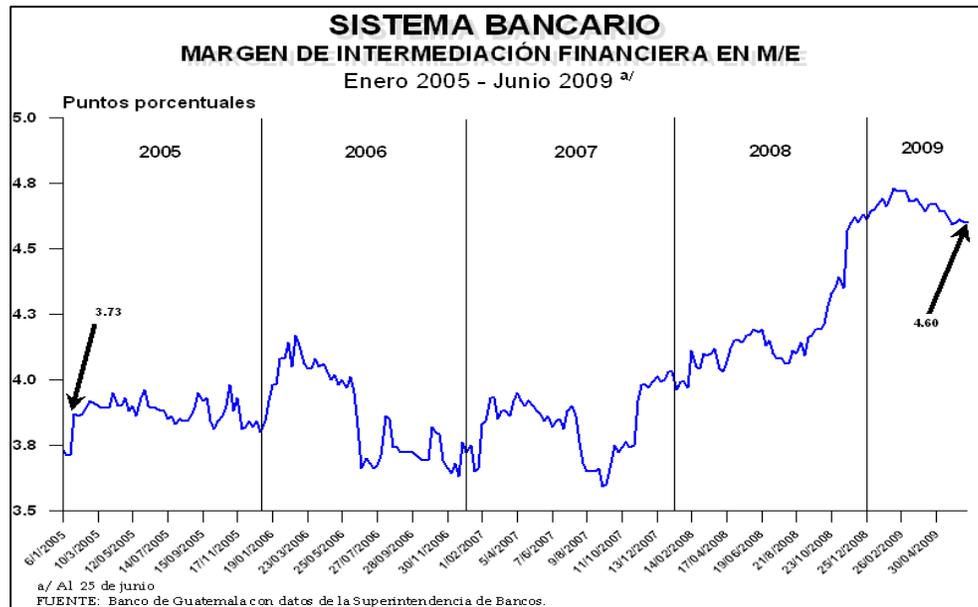


El comportamiento de las tasas de interés en moneda extranjera ha estado asociado a las restricciones crediticias prevaletentes en los mercados internacionales, principalmente, a partir de septiembre de 2008, condiciones que se han moderado en los últimos meses, reflejándose en tasas de interés más estables.

²⁰ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa del grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 7.91%, mientras que al 25 de junio se ubicó en 7.87%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2008 se ubicó en 9.69%, en tanto que al 25 de junio de 2009 se situó en 10.19%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 9.88%, mientras que al 25 de junio se situó en 10.59%.

²¹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 3.59%, mientras que al 25 de junio de 2009 fue de 3.62%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 3.94%, en tanto que al 25 de junio de 2009 se ubicó en 4.21%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.24%, mientras que al 25 de junio se situó en 5.61%.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.04 puntos porcentuales, al pasar de 4.64 puntos porcentuales en diciembre de 2008 a 4.60 puntos porcentuales el 25 de junio de 2009.



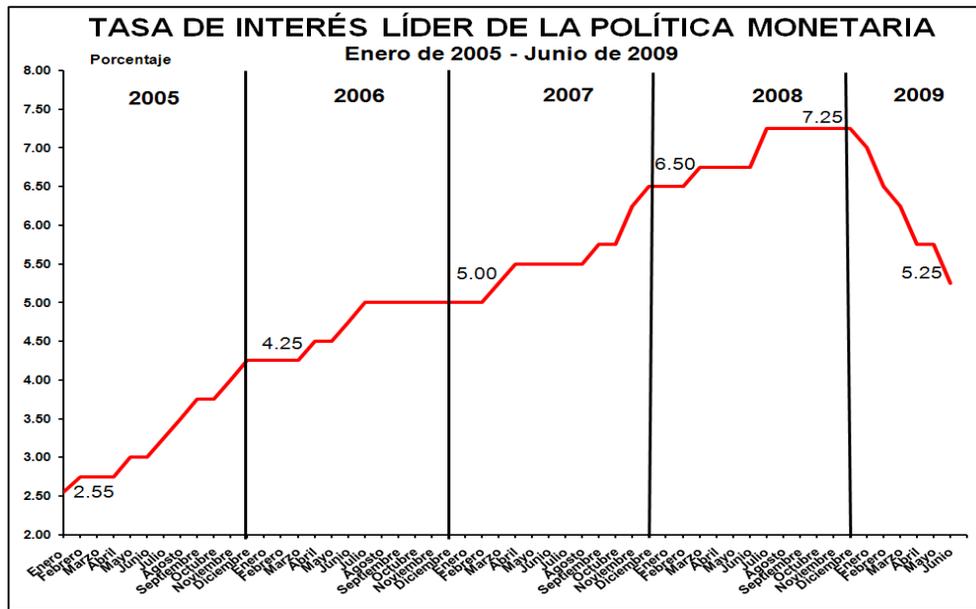
2. Tasa de interés líder de la política monetaria

Durante el período comprendido de enero a junio de 2009, la Junta Monetaria, luego de conocer el Balance de Riesgos de inflación, los resultados del corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), la orientación de las variables indicativas y de realizar un análisis integral de la coyuntura externa e interna, decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria²², el 28 de enero de 7.25% a 7.00%, el 25 de febrero de 7.00% a 6.50%, el 25 de marzo de 6.50% a 6.25%, el 22 de abril de 6.25% a 5.75% y el 17 de junio de 5.75% a 5.25%.

Los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria en relación a la tasa de interés líder, en el primer cuatrimestre del año fueron: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y sus trayectoria decreciente; la disminución en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo que incidió en la determinación de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera, situación que ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009.

Con la última reducción aprobada, la tasa de interés líder se ubicó en el mismo nivel de marzo de 2007.

²² Desde enero de 2005 la tasa de interés líder de la política monetaria es la aplicable a las Operaciones de Estabilización Monetaria a 7 días plazo.



3. Tasa de interés pasiva de paridad

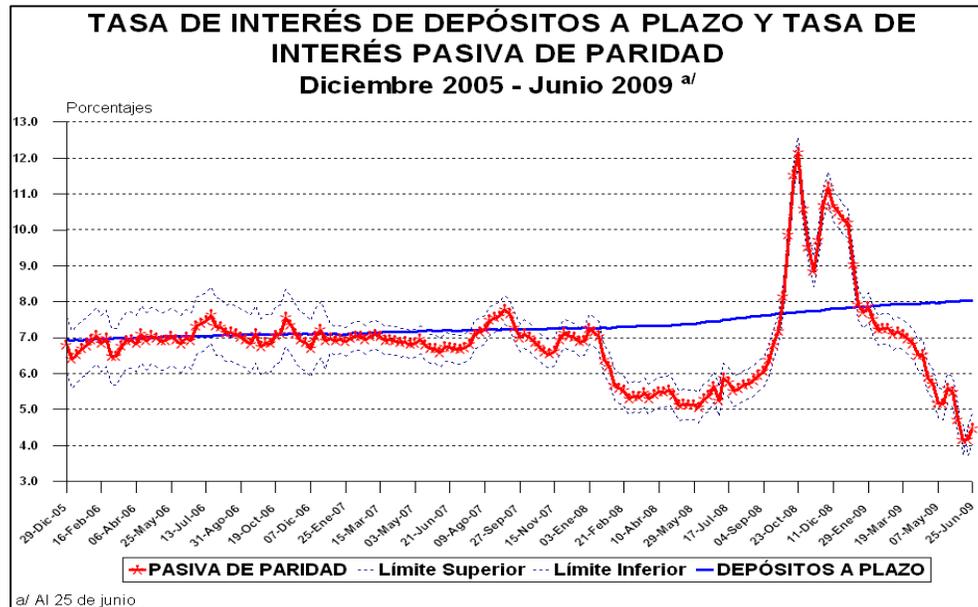
La competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional puede ser evaluada si se le compara con la tasa de interés pasiva de paridad. Esta última se define como la sumatoria de tres elementos: i) una tasa de interés internacional comparable; ii) una prima por riesgo cambiario;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

Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a plazo a seis meses, en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación en Guatemala y la inflación en sus principales socios comerciales. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional²³ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Desde septiembre de 2008 y hasta la primera quincena de enero de 2009, se observó que la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue inferior a la tasa de interés pasiva de paridad. Sin embargo, a partir del 22 de enero del presente año, el comportamiento de dichas tasas se revirtió. En efecto, al 25 de junio de 2009 la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (8.03%) fue mayor en 3.56 puntos porcentuales a la tasa pasiva de paridad, la cual se situó en 4.47%.

²³ Tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.

Al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad²⁴, se puede observar que la referida variable se situó por arriba del límite superior del citado margen.



I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

1. En moneda nacional

a) Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 30 de junio de 2009, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró una reducción de Q1,889.8 millones, al pasar de Q7,508.4 millones a Q5,618.6 millones. Dicha disminución, como se analiza más adelante, fue contrarrestada por un incremento en las OEM con vencimientos superiores a 7 días por Q3,202.0 millones. El citado comportamiento de las OEM estuvo determinado, fundamentalmente, por las inversiones del sistema bancario. El aumento en las operaciones mayores a 7 días, es congruente con la estrategia de colocación por fechas de vencimiento para estandarizar los vencimientos y crear puntos de liquidez a plazos más largos de manera coherente con el desarrollo del mercado secundario.

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

²⁴ Corresponde a +/- media desviación estándar.



que dicha preocupación fue menguando en 2009, los bancos del sistema empezaron a redistribuir su liquidez, reduciendo sus inversiones a 7 días y aumentando las de plazos más largos.

b) Por fecha de vencimiento

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

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 5 de enero al 23 de febrero de 2009, se establecieron las siguientes: 9 de marzo, 8 de junio, 7 de septiembre y 7 de diciembre, todas de 2009. Para las licitaciones realizadas a partir del 2 de marzo, la fecha de vencimiento 9 de marzo de 2009 fue sustituida por la del 8 de marzo de 2010 y la fecha 8 de junio de 2009 fue sustituida por la del 7 de junio de 2010. Dichas fechas se determinaron en función de los espacios monetarios que indica el Programa Monetario y Fiscal para 2009.

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

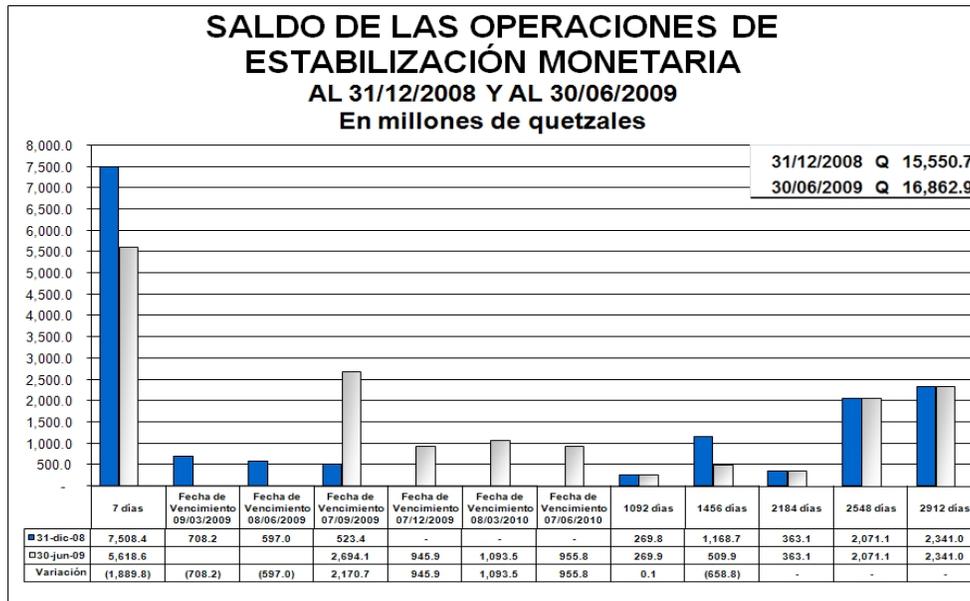
Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, por fechas de vencimiento y por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados. Los precios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

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

El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2008 al 30 de junio de 2009 mostró un comportamiento descendente, al pasar de 7.54% a 6.68%, como resultado, principalmente, de la disminución de la tasa de interés líder de la política monetaria.



En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2008 y el 30 de junio de 2009, así como los diferentes plazos de colocación y fechas de vencimiento.



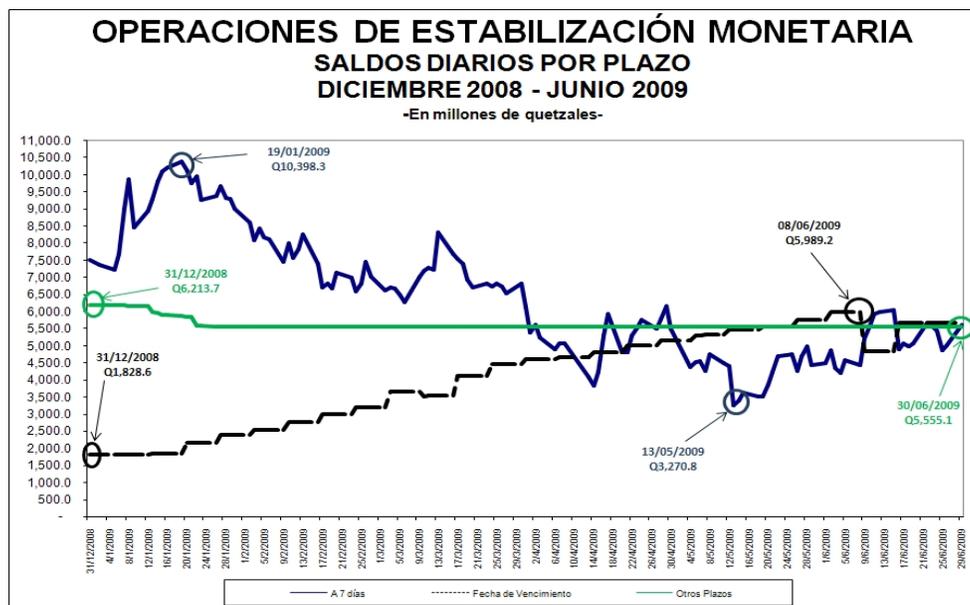
Al analizar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores.

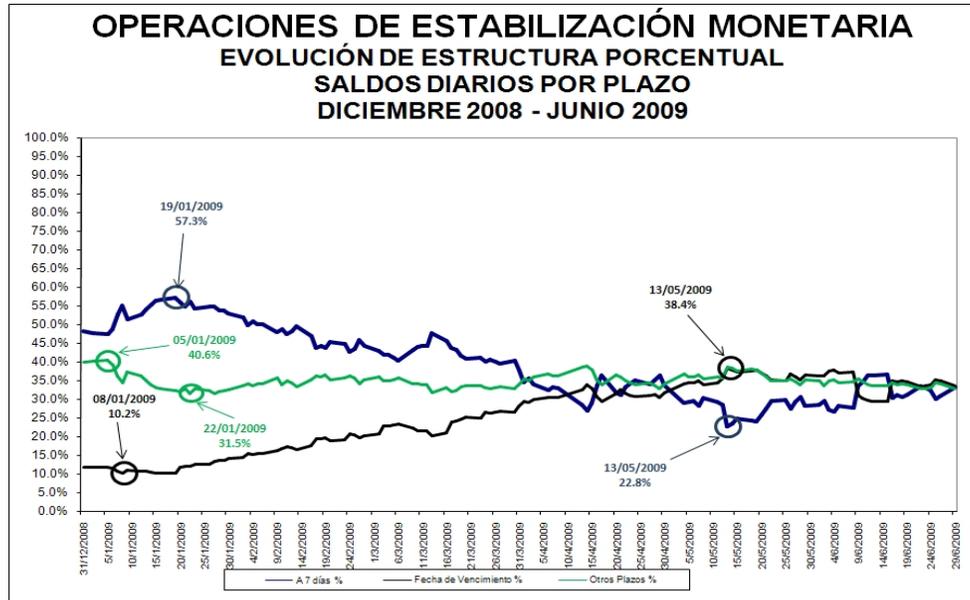
Como se observa en las gráficas siguientes, durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron un saldo máximo de Q10,398.3 millones (57.3% del total) el 19 de enero de 2009 y un mínimo de Q3,270.8 millones (22.8% del total) el 13 de mayo de 2009.

Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron un saldo máximo de Q5,989.2 millones (37.5% del total) el 08 junio de 2009 y un saldo mínimo de Q1,828.6 millones (11.8% del total) el 31 de diciembre de 2008.

En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron un saldo máximo de Q6,213.7 millones (40.0% del total) el 31 de diciembre de 2008 y un saldo mínimo de Q5,555.1 millones (32.9% del total) el 29 de junio de 2009.

El saldo de las OEM registrado al 30 de junio de 2009 ascendió a Q16,862.9 millones, del cual Q5,618.6 millones (33.3%) correspondió al plazo de 7 días, Q5,689.2 millones (33.7%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q5,555.1 millones (33.0%) a otros plazos.





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

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

Como consecuencia de la reducción más reciente a la tasa de interés líder de la política monetaria decidida por la Junta Monetaria, vigente a partir del 18 de junio de 2009, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 6.75%.

J. ACUERDO *STAND-BY* PRECAUTORIO CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó el 22 de abril de 2009 un acuerdo *Stand By* para Guatemala por aproximadamente US\$935.0 millones, equivalente a 300% de la cuota del país en el referido organismo, con una duración de 18 meses. El citado acuerdo es de carácter precautorio, dado que el país no tiene necesidades inmediatas en materia de balanza de pagos que haga imperativo utilizar los recursos, de manera que el acuerdo forma parte de una estrategia integral y preventiva para fortalecer las reservas monetarias internacionales ante la incertidumbre de la coyuntura mundial, mejorando así la confianza de los inversionistas y de los participantes en el mercado. Un acuerdo de derecho de giro es una facilidad que provee el



Fondo Monetario Internacional mediante la cual un país puede obtener moneda extranjera a cambio de moneda nacional.

El acuerdo, conjuntamente con la ejecución prudente de las políticas monetaria y fiscal apunta a atenuar los efectos negativos del entorno externo, preservando la estabilidad macroeconómica. En ese contexto, se espera un crecimiento económico para 2009 entre 1.0% y 2.0%, mientras que para 2010 se esperaría que éste se ubique entre 1.7% y 2.7%.

El acuerdo se enmarca en el conjunto de políticas económicas implementadas en el país, las cuales se fundamentan en los aspectos siguientes: a) una política fiscal anticíclica moderada para apoyar la demanda interna; b) una política monetaria enfocada en reducir la inflación y mantener un tipo de cambio nominal flexible; y, c) una política del sector financiero que contribuya al fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria.

Los rasgos característicos de la política fiscal lo constituyen el mantenimiento de un déficit durante los últimos cinco años, en promedio, de alrededor de 1.8% del PIB y nivel más bajo de deuda pública de la región (alrededor de 21.0% del PIB), lo que ha puesto de manifiesto el manejo prudente por parte de la autoridad fiscal, lo que le otorga cierto margen de maniobra para llevar a cabo una política anticíclica. Es importante destacar que la expansión del gasto público para 2009 y para 2010, se sustenta en una estrategia de financiamiento, fundamentalmente, con recursos externos provenientes de préstamos con organismos multilaterales (Banco Mundial, BID y BCIE) y en menor medida con recursos internos, para minimizar el efecto crowding-out al sector privado.

La política monetaria, por su parte, se enfoca en el cumplimiento de una meta de inflación de 5.5% +/- 1 punto porcentual para 2009 y de 5.0% +/- 1 punto porcentual para 2010, mientras que la meta de mediano plazo se estableció en 4.0% +/- 1 punto porcentual. La autoridad monetaria continúa fortaleciendo el esquema de metas explícitas de inflación, el cual ha permitido, por una parte, anclar las expectativas de inflación y, por la otra, identificar los principales canales de transmisión de la política monetaria. Consistente con este esquema de política monetaria, el país ha transitado hacia una mayor flexibilidad cambiaria, lo que facilita el ajuste ante los cambios del entorno externo.

En cuanto al sistema bancario, dado que la participación de bancos extranjeros es reducida y los bancos nacionales no han invertido en instrumentos de alto riesgo relacionados con el mercado hipotecario estadounidense, la incidencia de la crisis financiera internacional es mínima. No obstante, las autoridades han adoptado una serie de medidas de carácter preventivo que permitirán fortalecer la supervisión bancaria y aumentar las provisiones de capital de los bancos.

En el contexto descrito, el Acuerdo *Stand-By* con el FMI constituye un apoyo al conjunto de medidas de política económica y financiera, destinadas a alcanzar los principales objetivos macroeconómicos. En este caso, el diseño e implementación de las políticas monetaria y fiscal configuran un marco fundamental que determina las medidas que se requieren para alcanzar los criterios de desempeño cuantitativo (nivel de déficit fiscal y nivel de reservas monetarias



internacionales netas); la meta indicativa (nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala); y, los parámetros de cumplimiento de la meta de inflación (consistentes con las metas establecidas por la Junta Monetaria).

Por último, vale la pena destacar que desde principios de 2009, derivado del constante deterioro del entorno económico mundial, otros países de Latinoamérica efectuaron negociaciones con el Fondo Monetario Internacional con el propósito de concretar acuerdos contingentes, entre los que destacan El Salvador y Costa Rica, que alcanzaron acuerdos *Stand-By* precautorios en enero y abril, respectivamente; mientras que México y Colombia suscribieron Líneas de Crédito Flexibles, en abril y mayo, en su orden. Los acuerdos logrados por los países de la región con el FMI, ya sean acuerdos *Stand-By* o Líneas de Crédito Flexibles, guardan entre sí rasgos característicos, entre los que destacan: a) el acceso a la facilidad financiera ha sido posible por el historial demostrado en la aplicación de políticas económicas coherentes que han apoyado la estabilidad macroeconómica; b) son de carácter precautorio, es decir, no se prevé la utilización de los recursos, a menos que existan desequilibrios de la balanza de pagos; y, c) los acuerdos tienen como objetivo preservar la estabilidad macroeconómica, afianzar la confianza de los inversionistas y reducir la incertidumbre con respecto a la coyuntura mundial.

V. CONCLUSIONES

- a) Los efectos adversos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica de los principales países industrializados se han venido profundizando, lo que ha conducido a un deterioro mayor en las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Por otra parte, el FMI y otros expertos internacionales prevén que el inicio de la recuperación de la crisis estaría ocurriendo en 2010. Según el FMI para América Latina se prevé una tasa de crecimiento económico de -1.5%, mientras que para Centroamérica la estimación es de 1.1%. La última estimación del Banco de Guatemala ubica el crecimiento económico del país en un rango de entre 1% y 2%.
- b) La incertidumbre que persiste acerca de la duración y profundidad de la aludida crisis, se asocia a que las acciones de las autoridades monetarias y fiscales (particularmente en países avanzados) aún no han incidido en la recuperación de la confianza de los mercados financieros internacionales, los cuales, aun cuando han venido mejorando desde marzo, todavía permanecen volátiles y en niveles deprimidos.
- c) A efecto de atenuar los efectos de la crisis financiera internacional, el Banco de Guatemala como medida preventiva ha puesto a disposición de los bancos del sistema mecanismos para la provisión adicional de liquidez, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y ha suscrito, conjuntamente con el Ministerio de Finanzas Públicas, un acuerdo *Stand-By* precautorio con el Fondo Monetario Internacional por un monto de aproximadamente US\$935.0 millones.



- d) En la medida en que las presiones inflacionarias se han venido reduciendo y los pronósticos de inflación advierten el cumplimiento de las metas de inflación establecidas, la Autoridad Monetaria, con base en el análisis integral del Balance de Riesgos de Inflación del entorno tanto interno como externo, ha flexibilizado de manera gradual y prudente su postura de política monetaria, por lo que disminuyó en 200 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria en el primer cuatrimestre del año. La reducción gradual de la tasa de interés líder de la política monetaria, es un factor que coadyuvaría a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los sectores productivos.