

**BANCO DE GUATEMALA  
DICTAMEN CT - 4 / 2008**



**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS  
PARA 2009 - 2010 Y  
PROPUESTA DE POLÍTICA  
MONETARIA, CAMBIARIA Y  
CREDITICIA PARA 2009**

**GUATEMALA, DICIEMBRE 2008**



## ÍNDICE

### PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2009-2010 Y PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009

I.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	1
A.	DEL SECTOR REAL PARA 2009	1
B.	DEL SECTOR REAL PARA 2010	7
C.	DEL SECTOR EXTERNO	8
1.	De la economía mundial	8
2.	De la balanza de pagos para 2009	15
3.	De la balanza de pagos para 2010	20
D.	DEL SECTOR FISCAL	23
1.	Estimación de la ejecución presupuestaria para 2009	23
2.	Estimación de la ejecución presupuestaria para 2010	24
E.	DEL SECTOR MONETARIO	25
1.	Sector monetario para 2009	25
2.	Sector monetario para 2010	28
F.	PRINCIPALES RIESGOS DEL ENTORNO Y LÍNEAS DE POLÍTICA	30
II.	PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009	32
A.	OBJETIVO FUNDAMENTAL	32
B.	META DE POLÍTICA	32
1.	Propósito de la meta de inflación	32
2.	La meta de inflación en 2008	33
3.	Pronósticos pasivos	33
4.	Pronósticos activos	34
5.	Propuesta de metas de inflación	34
6.	Características de las metas de inflación propuestas y de la estrategia de reducción gradual de la inflación	35

a)	Meta puntual y margen de tolerancia	35
b)	Valor central de la meta de inflación	35
c)	Amplitud del rango de la meta	36
d)	Horizonte temporal de la meta	37
C.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	38
1.	Variables Indicativas	38
a)	Ritmo inflacionario total proyectado	39
b)	Ritmo inflacionario subyacente dinámico proyectado	39
c)	Tasa de interés parámetro	39
d)	Expectativas de inflación del panel de analistas privados	41
e)	Expectativas implícitas de inflación	42
f)	Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	44
2.	Variables de Seguimiento	45
a)	Tasa de interés pasiva de paridad	46
b)	Liquidez primaria	47
i)	Emisión monetaria	48
ii)	Base monetaria amplia	49
c)	Medios de pago	50
d)	Crédito bancario al sector privado	51
D.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	53
E.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	54
1.	Enfoque en el objetivo fundamental	55
2.	El uso de operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación	55

3.	Flexibilidad cambiaria	55
F.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	56
1.	Mercado monetario	56
a)	Operaciones de estabilización monetaria	56
i)	Mecanismos para colocaciones	57
b)	Medidas para 2009	57
i)	Encaje bancario	57
ii)	Prestamista de última instancia	58
iii)	Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores a un año	58
iv)	Inyección de liquidez por medio de la MEBD	59
v)	Operaciones de mercado abierto	59
2.	Mercado cambiario	60
a)	Regla de participación	60
b)	Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América	62
G.	MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	62
1.	Ajuste a los procedimientos operativos de la política Monetaria	62
a)	Generalidades de los procedimientos operativos actuales de la política monetaria	62
b)	Conveniencia de introducir ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria	63
2.	Mejora en el marco analítico de la Política Monetaria	65
a)	Identificación y cuantificación de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria	65

b) Modelo Macroeconómico Estructural (MME)	66
3. Continuar con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores	67
4. Contratos a futuro de divisas	68
a) Contratos <i>forward</i> de divisas	70
b) Fortalecimiento del mercado de divisas a plazo	70
5. Coordinación con la política fiscal	71
6. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	71
7. Mejoramiento del sistema estadístico en 2009	72
a) Estadísticas Monetarias y Financieras	72
b) Cuentas Nacionales Trimestrales	73
c) Nuevo Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) Revisado Base 2001	73
d) Matriz de Insumo Producto (MIP)	74
III. RECOMENDACIÓN	74
APÉNDICE ESTADÍSTICO	76



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2009-2010 Y PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009

## I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS<sup>1</sup>

### A. DEL SECTOR REAL PARA 2009

El panorama macroeconómico que enfrenta América Latina, como consecuencia de la crisis financiera mundial, continuará siendo complejo, debido, entre otros aspectos, a que se prevén restricciones crediticias mundiales, así como un debilitamiento de la demanda externa y una caída de los precios de las materias primas. Ante este escenario, de conformidad con las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>2</sup>, se espera que América Latina alcance una tasa de crecimiento económico de aproximadamente 2.5% en 2009 (4.5% en 2008) y que la economía de los Estados Unidos de América registre una contracción de 0.7% en 2009 (crecimiento de 1.4% en 2008).

Para 2009, de acuerdo con estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales registrará un crecimiento de entre 3.0% y 3.5%, inferior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2008 de 4.0%. Es importante advertir que las proyecciones de crecimiento económico para Guatemala, incluidas en el presente documento consideran, por una parte, las estimaciones actualizadas de los sectores externo, fiscal y monetario, basadas en la última información disponible y, por la otra, las perspectivas económicas mundiales más recientes formuladas por el FMI, las cuales conllevan el riesgo de ser revisadas a la baja. En efecto, según declaraciones recientes del Director Gerente del FMI, ello podría ocurrir en el corto plazo.

El comportamiento previsto en la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, en el debilitamiento de la demanda externa de los principales socios comerciales de Guatemala, en particular, por la recesión que experimentarían las economías de los Estados Unidos de

---

<sup>1</sup> En el apéndice estadístico se presenta información observada, estimaciones para 2008 y perspectivas para 2009 de los sectores real, monetario, externo, fiscal y bancario.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Noviembre de 2008.



América y de la Zona del Euro, así como por la desaceleración prevista en las economías del resto de países de Centroamérica, como resultado, principalmente, de la crisis experimentada por el sector financiero de las economías avanzadas y del deterioro de la confianza de productores y consumidores a nivel mundial. Según el FMI, se espera, como se indicó, que la economía de los Estados Unidos de América registre una contracción de 0.7% (crecimiento de 1.4% en 2008), en tanto que para la Zona del Euro la contracción sería de 0.5% (crecimiento de 1.2% en 2008). Para las economías de América Latina y el Caribe, se espera que en conjunto muestren un menor dinamismo, al pasar de 4.5% en 2008 a 2.5% en 2009.

En adición a lo anterior, la desaceleración económica mundial, especialmente en los Estados Unidos de América, repercutiría en menores flujos externos asociados a remesas familiares, a turismo y a inversión extranjera directa, lo que podría incidir en menor disponibilidad de recursos para crédito bancario al sector privado.

En el orden interno, incidiría favorablemente el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y la mayor inversión pública prevista en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009.

A nivel de actividades económicas se prevé que, con excepción de las actividades de *Explotación de minas y canteras* y de *Construcción*, cuyas tasas de crecimiento se proyectan negativas, para el resto de sectores productivos, se estiman tasas de crecimiento positivas, aunque menos dinámicas que las previstas para 2008, como se comenta a continuación.

Para la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.2% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.7%, superior al previsto para 2008 (2.0%). Este comportamiento estaría influenciado, de conformidad con apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores, del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA) y de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos (Conagrab), principalmente, por el mayor dinamismo esperado en la producción de cultivos



no tradicionales, particularmente de maíz, de frijol, de hortalizas y de frutas; así como por la cría de ganado bovino y de aves de corral.

Para el caso de los cultivos tradicionales (principalmente, café, caña de azúcar y cardamomo), en conjunto, se espera un crecimiento de 3.1%, menor al previsto para 2008 (3.4%).

En cuanto a la producción de café se esperaría un crecimiento más dinámico, al pasar de 2.0% en 2008 a 3.0% en 2009. Según apreciaciones de la Asociación Nacional del Café (ANACAFE), en 2009 se prevé un mayor rendimiento en las áreas de cultivo, asociado a una reducción del efecto de la bianualidad del cultivo<sup>3</sup>.

En la producción de caña de azúcar, se estima un crecimiento de 3.8% (6.0% en 2008). De acuerdo a la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), dicho crecimiento estaría asociado, entre otros factores, a un mejor rendimiento de las áreas sembradas, dado que no se tiene contemplado realizar ampliaciones de dichas áreas.

En lo relativo a la producción de cardamomo, se esperaría que el volumen de producción registre un aumento de 0.1% (-10.0% en 2008). De conformidad con opiniones de productores locales del aromático, dicho incremento estaría explicado, por las mejoras introducidas en el cultivo, debido al incentivo de mejores precios internacionales del aromático.

En el caso de la producción de maíz y de frijol, se estima que ésta crezca 2.1% y 2.0%, respectivamente (-2.5% y -2.3%, en su orden en 2008). Por su parte, la producción de hortalizas y frutas se prevé que muestre una tasa de crecimiento de 0.8% y 3.7%, respectivamente; porcentajes superiores a los estimados en 2008 (0.1% y 2.7%, en su orden). Según apreciaciones del MAGA y de la Conagrab, el ritmo de crecimiento esperado se asocia, principalmente, a las expectativas de una época de invierno favorable para la producción de dichos cultivos.

En cuanto a la cría de ganado bovino, se espera un crecimiento de 2.9% (2.3% en 2008). Según apreciaciones de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat) y del MAGA, el mayor dinamismo obedece, entre

<sup>3</sup> Ciclo del cultivo del café que indica que a una temporada de alta cosecha le suele seguir una de baja, como consecuencia del agotamiento de la planta.





otras causas, al mejoramiento en la calidad genética de los semovientes y al incremento del hato en el país.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB), se espera una contracción de 2.9% (-0.8% en 2008). Este comportamiento estaría asociado a la disminución prevista en la extracción de petróleo y de gas natural, debido a la disminución de la producción de crudo en los principales pozos petroleros del país, así como en la reducción de la demanda de piedra, de arena y de arcilla por parte del sector construcción.

En el caso de la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.9% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 1.9% para 2009, porcentaje inferior al estimado en 2008 (2.4%). Este resultado estaría influenciado por las expectativas de una menor demanda externa de productos textiles y prendas de vestir, particularmente por parte de los Estados Unidos de América, principal destino de este tipo de exportaciones, debido a la contracción económica que estaría enfrentando dicho país.

En cuanto a las industrias de alimentos, bebidas y tabaco, se prevé que éstas tengan un crecimiento menos dinámico que el de 2008, asociado a una desaceleración prevista en la demanda interna.

En lo atinente a la industria de productos destinados a la construcción, como cemento, block, hierro y metales, ésta estará influenciada por la disminución prevista en el ritmo de crecimiento de la actividad de la construcción, razón por la cual se espera que la producción de dichos productos exhiba un comportamiento menos dinámico que el estimado para 2008.

En lo que respecta a la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.5% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.0% (2.2% en 2008). Dicha desaceleración, según el Administrador del Mercado Mayorista (AMM), sería el resultado de la disminución prevista en la demanda de energía eléctrica, derivada del menor crecimiento esperado en la mayoría de actividades económicas.



La actividad *Construcción* (con una participación de 3.5% en el PIB), se espera que registre una caída de 4.7% (-3.6% en 2008). Este comportamiento estaría explicado, principalmente, por la menor cantidad de metros autorizados de construcción en 2008, cuya realización concluirá en 2009, tanto en edificios residenciales como no residenciales, que representan un aporte de 59.9% a esta actividad.

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.0% en el PIB), se estima que en 2009 registre una tasa de crecimiento de 3.2% (3.3% en 2008), explicada, principalmente, por el menor dinamismo previsto tanto en la producción de bienes por parte de las industrias manufactureras como en las importaciones.

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 11.6% en el PIB), se prevé que registre un crecimiento de 13.8% (18.2% en 2008). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en la subactividad transporte, la cual pasaría de un crecimiento de 4.8% en 2008 a 4.2% en 2009, asociado, principalmente, a una disminución en el transporte de carga, debido a una menor demanda prevista por parte de las actividades agropecuarias e industriales y, por la otra, del comportamiento de la evolución de la subactividad correo y comunicaciones (79.8% de participación en la actividad), la cual se esperaba que registre una tasa de crecimiento de 18.7% en 2009 (25.6% en 2008), básicamente por el menor dinamismo estimado para la activación de líneas telefónicas nuevas.

En cuanto a la actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.6% en el PIB), se prevé que registre una tasa de crecimiento de 11.6% (11.8% en 2008), asociada a un comportamiento menos dinámico en la actividad bancaria, como resultado del menor crecimiento económico previsto para 2009.

Respecto a la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 9.9% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.6% (3.7% en 2008). La leve desaceleración estaría explicada por el menor número de



viviendas en construcción registradas durante 2008, lo que implicaría una desaceleración en la oferta de inmuebles destinados al arrendamiento en 2009.

Por su parte, la actividad *Servicios privados* (con una participación de 15.5% en el PIB), se espera que muestre una tasa de crecimiento de 4.1% para 2009 (4.5% en 2008). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al menor dinamismo esperado en las actividades industriales, comerciales y de transporte, principales demandantes de dichos servicios.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.4% en el PIB), se estima que registre una tasa de crecimiento de 3.7% (5.4% en 2008), asociada a una menor tasa de crecimiento de las remuneraciones por parte del Gobierno Central.

A continuación se presenta un cuadro que contiene las tasas de variación por ramas de actividad económica para 2009.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN**  
**AÑOS 2008 - 2009**  
Millones de quetzales constantes a precios de 2001 <sup>al</sup>

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2008 <sup>el</sup>	2009 <sup>py/</sup>	Tasas de variación	
			2008	2009
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	25,754.9	26,460.3	2.0	2.7
2. Explotación de minas y canteras	1,286.2	1,249.5	-0.8	-2.9
3. Industrias manufactureras	35,334.5	36,022.3	2.4	1.9
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,983.5	5,085.3	2.2	2.0
5. Construcción	7,275.7	6,936.4	-3.6	-4.7
6. Comercio al por mayor y al por menor	23,291.4	24,047.0	3.3	3.2
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	20,550.3	23,379.5	18.2	13.8
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	8,311.0	9,275.0	11.8	11.6
9. Alquiler de vivienda	19,265.3	19,963.8	3.7	3.6
10. Servicios privados	29,924.9	31,162.7	4.5	4.1
11. Administración pública y defensa	12,446.9	12,910.6	5.4	3.7
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>194,226.1</b>	<b>201,053.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>

<sup>a/</sup> La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe al valor de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente, a los impuestos netos de subvenciones a los productos y a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

<sup>el/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas



## **B. DEL SECTOR REAL PARA 2010**

Para 2010 se estima que la actividad económica, medida por el PIB en términos reales, registre una tasa de crecimiento de entre 3.3% y 3.8%, superior al rango estimado para 2009 de entre 3.0% y 3.5%. Este comportamiento estaría sustentado, en el orden externo, por las expectativas de recuperación económica en los principales socios comerciales del país, especialmente, en los Estados Unidos de América, en la Zona del Euro y en los países centroamericanos.

En el orden interno, el crecimiento económico esperado se vería favorecido por las perspectivas positivas que generaría el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basado, particularmente, en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y el mejoramiento de las expectativas de los agentes económicos, sobre todo si, como pronostican algunos expertos internacionales, el proceso de reactivación económica en los Estados Unidos de América podría iniciar en el tercer trimestre de 2009, aunque se estima que dicho proceso sería prolongado y gradual.

Las actividades económicas que podrían favorecerse de una mayor demanda externa inducida por la recuperación de la economía mundial, así como por un mercado interno estable, serían las siguientes: Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Industrias manufactureras; Suministro de electricidad y captación de agua; Comercio al por mayor y al por menor; Servicios privados; y, Construcción, las cuales, en su conjunto, representan una participación del 64.1% del PIB.

A continuación se presenta un cuadro que muestra las tasas de variación por ramas de actividad económica para 2010.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN  
AÑOS 2009 - 2010**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 <sup>a/</sup>

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2009 <sup>py/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	Tasas de variación	
			2009	2010
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	26,460.3	27,386.4	2.7	3.5
2. Explotación de minas y canteras	1,249.5	1,243.2	-2.9	-0.5
3. Industrias manufactureras	36,022.3	36,778.8	1.9	2.1
4. Suministro de electricidad y captación de agua	5,085.3	5,202.2	2.0	2.3
5. Construcción	6,936.4	7,082.0	-4.7	2.1
6. Comercio al por mayor y al por menor	24,047.0	24,864.6	3.2	3.4
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	23,379.5	26,001.8	13.8	11.2
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	9,275.0	10,286.0	11.6	10.9
9. Alquiler de vivienda	19,963.8	20,682.5	3.6	3.6
10. Servicios privados	31,162.7	32,471.5	4.1	4.2
11. Administración pública y defensa	12,910.6	13,243.3	3.7	2.6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>201,053.3</b>	<b>208,777.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe al valor de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente, a los impuestos netos de subvenciones a los productos y a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

py/ Cifras proyectadas

## C. DEL SECTOR EXTERNO

### 1. De la economía mundial

De acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>4</sup>, se espera que la economía global crezca 2.2% en 2009, inferior al crecimiento previsto para 2008 (3.7%). Estas previsiones se sustentan, fundamentalmente, en las condiciones crediticias adversas generadas por la crisis en los principales mercados financieros y en las políticas monetarias restrictivas implementadas por los principales bancos centrales del mundo, con el fin de abatir las presiones inflacionarias que se presentaron durante 2008. En ese sentido, el FMI prevé que la inflación para las economías avanzadas se sitúe en 1.4% en 2009 (3.6% en 2008).

Cabe indicar que el crecimiento económico previsto para 2009, podría ser afectado negativamente si se profundiza la incertidumbre

<sup>4</sup> IMF. World Economic Outlook (WEO), October 2008 y WEO Update, November, 2008.



propiciada por la crisis financiera global, ya que esto incidiría adversamente en el desempeño de las principales economías del mundo, especialmente la de los Estados Unidos de América. Asimismo, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos estadounidense, a pesar de que se espera que el mismo experimente una reducción en 2009, continuará siendo un riesgo para la estabilidad económica mundial.

Según las proyecciones del FMI, la economía de los Estados Unidos de América experimentará una contracción de 0.7% en 2009 (crecimiento de 1.4% previsto para 2008). La recesión proyectada para la economía estadounidense se fundamenta en las condiciones crediticias adversas generadas por la caída del precio de los activos tanto reales como financieros. Asimismo, la recesión económica y la incertidumbre, propiciadas por la crisis financiera, propiciarán un debilitamiento tanto del consumo privado como de la inversión residencial. En lo referente a la inflación, para 2009 el FMI estima que la misma se sitúe en 1.8%, la cual es inferior a la prevista para 2008 (4.2%). Esta reducción del ritmo inflacionario podría estar inducida por el menor crecimiento económico esperado para 2009, por la reducción del precio internacional del petróleo, por los menores incrementos salariales y por un aumento de la productividad. En lo relativo al sector externo, se espera una reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual alcanzará 3.3% del PIB en 2009 (4.6% en 2008).

Para la Zona del Euro, el FMI estima una contracción de 0.5% para 2009 (crecimiento de 1.2% previsto para 2008). El menor dinamismo económico esperado en esta área se asocia a la reducción de la demanda externa inducida por el menor crecimiento de la economía estadounidense y a la profundización de la crisis financiera, ya que los principales bancos de esta región, debido a su alta integración con el mercado financiero de los Estados Unidos de América, han sido afectados negativamente por la crisis en ese país, lo que hace prever que en 2009 se presenten problemas en el financiamiento de la actividad productiva. Por otra parte, se espera que en 2009 la inflación se sitúe en 1.9%, inferior a la prevista para 2008 (3.5%).





En Japón, las proyecciones de crecimiento económico del FMI para este país indican una recesión para 2009 de 0.2%, respecto al crecimiento esperado para 2008 (0.5%). Esta previsión se basa en la reducción esperada de la demanda externa, como resultado del menor crecimiento global, especialmente en los Estados Unidos de América, así como de la menor confianza, tanto de consumidores como de inversionistas, ante la incertidumbre generada por la crisis financiera global. En lo referente a la inflación, se proyecta que la misma se sitúe en 0.9% en 2009, inferior a la prevista para 2008 (1.6%).

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico regional se proyecta en 7.1% para 2009, el cual es inferior al proyectado para 2008 (8.3%). Dicho comportamiento continúa influenciado por el dinamismo de la actividad económica por parte de la República Popular China y de India, cuyas tasas de crecimiento para 2009 se estiman en 8.5% y 6.3%, respectivamente (9.7% y 7.8%, para 2008, en su orden). La inflación para esta región se prevé que se sitúe en 5.8% en 2009 (7.3% en 2008). En la República Popular China, se espera que el incremento tanto de la inversión como del consumo interno impulse el crecimiento económico; mientras que en India se prevé que el crecimiento económico se fundamente tanto en la fortaleza del consumo privado como en el aumento de las exportaciones. En el caso de la República Popular China, se espera que la inflación se sitúe en 4.3% en 2009 (6.4% para 2008). En India, la inflación prevista para 2009 es de 6.7% (7.9% para 2008).

En las Economías con Mercados Emergentes y Países en Desarrollo, se espera un crecimiento de 5.1% para 2009 (6.6% para 2008). Para consolidar ese crecimiento, dichos países deben continuar diseñando políticas económicas destinadas a reducir la vulnerabilidad de sus economías respecto de la volatilidad del entorno financiero internacional. La inflación estimada para este grupo de países sería de 7.1% para 2009, lo que significa una reducción respecto a la estimación para 2008 (9.2%).

Para la Comunidad de Estados Independientes se proyecta un crecimiento de 3.2% para 2009, inferior al 6.9% previsto para 2008. La



desaceleración en el crecimiento proyectado para esta región podría atribuirse a la reducción de la demanda externa y a las restricciones del crédito internacional, debido al probable deterioro de las condiciones financieras externas. Por otra parte, para 2009 se proyecta una inflación de 12.6%, la cual es inferior a la prevista para 2008 (15.6%).

Las proyecciones del FMI para el Oriente Medio, indican que el crecimiento económico de esta región en 2009 se ubicará en 5.3%, el cual es inferior al 6.1% estimado para 2008. La reducción prevista de la actividad económica de este grupo de países se sustenta en el debilitamiento de la demanda externa, en la caída del precio internacional del petróleo y en la reducción del ingreso de capitales externos. Por otra parte, cabe puntualizar que se prevé que la inflación se desacelere en esta región. En efecto, para 2009 se espera una inflación de 14.4%, levemente inferior a la proyectada para 2008 (15.8%).

En cuanto al Hemisferio Occidental<sup>5</sup>, se espera una disminución del dinamismo económico, por lo que el crecimiento proyectado por el FMI para la región en 2009 es de 2.5%, menor al previsto para 2008 (4.5%). Se considera que el crecimiento regional será afectado negativamente por la contracción prevista de la economía de los Estados Unidos de América (principal socio comercial de esta región), lo que podría generar un debilitamiento de la demanda externa. Además, la actividad económica de esta región podría verse afectada por las condiciones adversas del crédito externo, como resultado de la crisis financiera global. Para 2009 se pronostica una inflación de 7.3%, inferior a la prevista para 2008 (7.9%).

En lo referente a Centro América, para 2009 se estima que la región crecerá 4.2%, pronóstico inferior al de 2008 (4.6%), asociado a la contracción económica de su principal socio comercial, los Estados Unidos de América. Para 2009 se proyecta que la inflación en Centro América se sitúe en 8.5%, menor a la prevista para 2008 (10.9%).

---

<sup>5</sup> Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), dentro del concepto de "Hemisferio Occidental" se incluye a los países siguientes: Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, St. Kitts and Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y República Bolivariana de Venezuela.



En África, se espera que en 2009 el crecimiento económico se sitúe en 4.7%, inferior a la previsión de 5.2% realizada para 2008. Asimismo, las previsiones de crecimiento económico para el Sub-Sahara indican una reducción del mismo para 2009 (5.1%) respecto a lo previsto para 2008 (5.5%). En las proyecciones para estos países destaca el debilitamiento de la demanda externa, lo cual no podría ser compensado por el aumento de los términos de intercambio de los países exportadores de petróleo de esta región. Por otra parte, para los países no productores de petróleo se prevé, asimismo, una caída de la demanda externa, un menor ingreso de capitales foráneos y un deterioro de los términos de intercambio; factores que en conjunto podrían reducir el dinamismo económico de estos países. Por otra parte, se espera que para 2009 la inflación en África se ubique en 8.3% (10.2% para 2008), en tanto que para la región del Sub-Sahara se proyecta una inflación de 9.5% (11.9% para 2008).

Entre los riesgos para el crecimiento económico global proyectado para 2009 destacan, entre otros, la incertidumbre acerca de la evolución de la crisis financiera mundial, los desequilibrios macroeconómicos globales y la posibilidad de que los bancos centrales de países desarrollados continúen inyectando recursos sin lograr que se restaure la confianza en los mercados. El caso de los Estados Unidos de América, así como el de la Zona del Euro reviste particular relevancia, debido a su importancia comercial en el mundo, áreas en las que se prevé una recesión para 2009.



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

	2008 <sup>py/</sup>	2009 <sup>py/</sup>
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO<sup>1/</sup></b>		
Economía Mundial	3.7	2.2
Economías avanzadas	1.4	-0.3
Estados Unidos de América	1.4	-0.7
Zona del euro	1.2	-0.5
Japón	0.5	-0.2
Economías emergentes de Asia <sup>2/</sup>	8.3	7.1
República Popular China	9.7	8.5
India	7.8	6.3
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.6	5.1
África	5.2	4.7
Oriente Medio	6.1	5.3
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe) <sup>3/</sup>	4.5	2.5
Argentina	6.5	3.6
Brasil <sup>1/</sup>	5.2	3.0
Chile	4.5	3.8
México <sup>1/</sup>	1.9	0.9
Perú	9.2	7.0
Colombia	4.0	3.5
Centroamérica	4.6	4.2
Europa Central y del Este	4.2	2.5
Comunidad de Estados Independientes	6.9	3.2
<b>INFLACIÓN<sup>4/</sup></b>		
Economías avanzadas <sup>1/</sup>	3.6	1.4
Estados Unidos de América	4.2	1.8
Zona del euro	3.5	1.9
Japón	1.6	0.9
Economías emergentes de Asia <sup>2/</sup>	7.3	5.8
República Popular China	6.4	4.3
India	7.9	6.7
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo <sup>1/</sup>	9.2	7.1
África	10.2	8.3
Oriente Medio	15.8	14.4
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe) <sup>3/</sup>	7.9	7.3
Argentina	9.1	9.1
Brasil	5.7	5.1
Chile	8.9	6.5
México	4.9	4.2
Perú	5.6	4.4
Colombia	7.3	5.5
Centroamérica	10.9	8.5
Europa Central y del Este	7.8	5.7
Comunidad de Estados Independientes	15.6	12.6

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

<sup>1/</sup> Datos correspondientes a la versión actualizada del World Economic Outlook - WEO -, November 6, 2008.

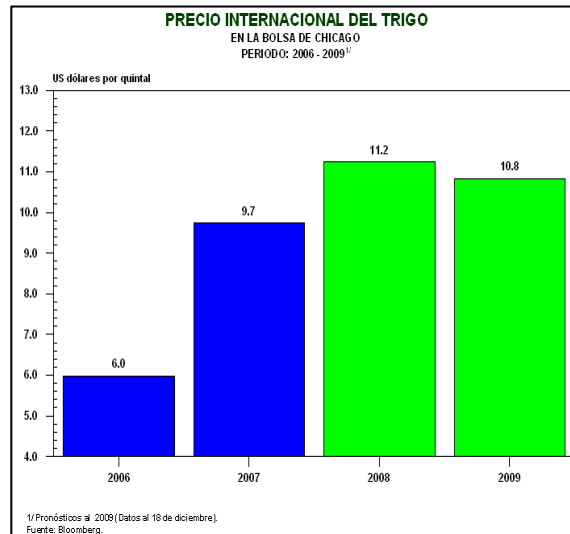
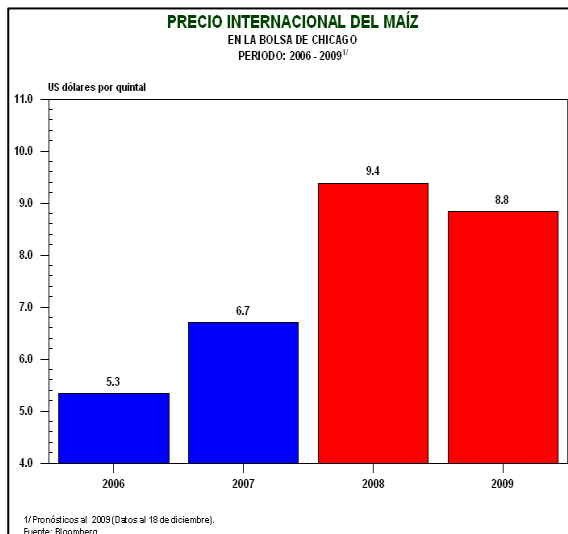
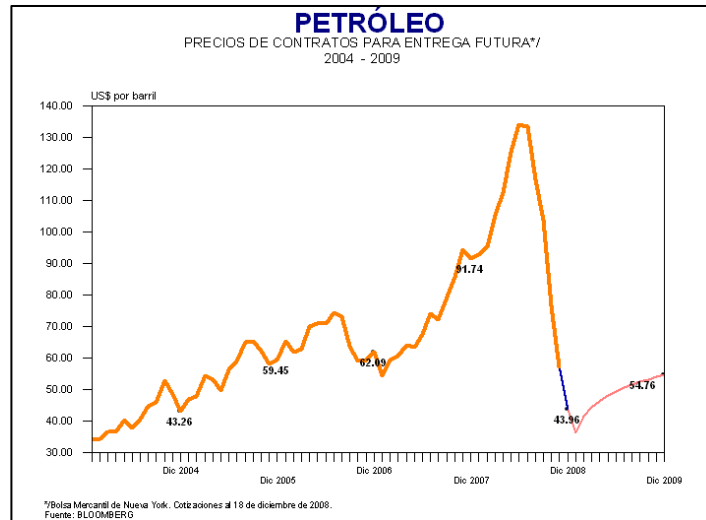
<sup>2/</sup> Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

<sup>3/</sup> El dato regional de crecimiento corresponde a la versión actualizada del World Economic Outlook, November 2008; los datos para cada país individual y para Centroamérica (incluye Panamá) corresponden al WEO, October 2008, al igual que los datos de inflación.

<sup>4/</sup> Datos correspondientes al World Economic Outlook, October 2008.

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

Por último, un aspecto que debe destacarse es el hecho de que, a diferencia de 2008, para 2009 según información de *Bloomberg* los precios a futuro del petróleo, del maíz y del trigo serían menores, como se ilustra en las gráficas siguientes.





## 2. De la balanza de pagos para 2009

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas, en la balanza de pagos de Guatemala para 2009 se prevé que los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala<sup>6</sup> podrían aumentar aproximadamente US\$281.3 millones, como resultado de un saldo superavitario estimado en la cuenta capital y financiera por US\$2,450.9 millones, generado, principalmente, por los ingresos correspondientes al financiamiento externo neto del déficit fiscal para 2009 por alrededor de US\$480.0 millones, el cual vendría a compensar parcialmente la posible reducción de los flujos externos del capital privado. El referido superávit sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado por US\$2,169.6 millones, equivalente a 5.2% del PIB (5.3% en 2008).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$8,750.8 millones, monto mayor en US\$731.7 millones (9.1%) al estimado para 2008. Dicho resultado estaría determinado, por el incremento en el valor de las exportaciones de Otros Productos por US\$607.3 millones (13.8%). De ese monto, las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo US\$327.1 millones (14.1%), mientras que al Resto del Mundo estarían aumentando US\$280.2 millones (13.3%). El referido aumento en el valor de las exportaciones, también se explicaría por el crecimiento proyectado en el valor de las exportaciones de los Principales Productos por US\$46.5 millones (2.5%).

A nivel de productos, las exportaciones de café registrarían un leve aumento en su valor, al pasar de US\$685.0 millones en 2008 a US\$688.8 millones en 2009, como resultado del aumento previsto en el volumen, sin embargo, el precio medio de exportación registraría una disminución.

En lo concerniente al valor de las exportaciones de azúcar, se estima que éste se sitúe en US\$383.6 millones, monto superior en US\$60.1 millones (18.6%), respecto de 2008, debido a un incremento

---

<sup>6</sup>Para 2009, no se incluyen como Activos de Reserva la revalorización estimada en tenencias de Oro por US\$25.3 millones y la desvalorización estimada en tenencia de DEG por US\$1.6 millones; sin embargo, el resultado neto forma parte del incremento de US\$305.0 millones en las reservas monetarias internacionales netas.





proyectado en el volumen exportado de 6,229.8 miles de quintales (18.6%), aun cuando se proyecta una reducción en el precio medio de exportación.

En el caso del banano, se espera que el valor de las exportaciones se sitúe en US\$367.5 millones, monto superior en US\$46.4 millones (14.4%) al valor estimado para 2008. Este resultado se explicaría, por un aumento en el volumen de exportación, el cual pasaría de 33,452.0 miles de quintales en 2008 a 35,000.0 miles de quintales en 2009 y por el incremento en el precio medio de exportación, que pasaría de US\$9.60 en 2008 a US\$10.50 en 2009.

En lo relativo al valor de las exportaciones de cardamomo, éstas se situarían en US\$210.0 millones, monto mayor en US\$41.3 millones (24.4%) al estimado para 2008. Dicho resultado se derivaría del incremento en el volumen exportado, al pasar de 450.0 miles de quintales en 2008 a 700.0 miles de quintales en 2009, así como de la disminución en el precio medio de exportación, al pasar de US\$375.00 en 2008 a US\$300.00 para 2009.

En lo que respecta al petróleo, se espera una disminución en el valor de las exportaciones, al pasar de US\$376.0 millones en 2008 a US\$271.0 millones en 2009, como resultado, principalmente, de que para 2009 el precio internacional del crudo, en promedio, sería inferior al registrado en 2008.

En lo que corresponde a las exportaciones de bienes para transformación, éstas registrarían un crecimiento de US\$65.6 millones (4.0%), mientras que las exportaciones de bienes adquiridos en puerto, crecerían US\$12.2 millones (13.5%).

El valor FOB de las importaciones para 2009 sería de US\$14,963.3 millones, monto mayor en US\$996.9 millones (7.1%) al registrado en 2008. El resultado previsto estaría asociado principalmente a la desaceleración prevista para 2009. En la estimación del valor de las importaciones de mercancías generales, destaca el aumento en los rubros siguientes: materiales de construcción (9.5%); materias primas y productos intermedios (8.9%); maquinaria, equipo y herramienta (8.0%); bienes de consumo (7.6%); y, combustibles y lubricantes (5.1%). Por otra parte, las



importaciones de bienes para transformación estarían registrando un crecimiento de US\$20.6 millones (2.0%), mientras que las importaciones de bienes adquiridos en puertos crecerían en US\$0.1 millones (12.0%).

Como resultado de las proyecciones del comercio para 2009, la balanza comercial registraría un déficit de US\$6,212.5 millones, monto mayor en US\$265.2 millones (4.5%) al valor estimado para 2008.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé que ésta registre un saldo deficitario de US\$281.7 millones, monto menor en US\$18.8 millones (6.2%) respecto del déficit previsto para 2008, asociado a los déficits en los rubros de transportes, seguros y otros servicios.

Por su parte, la balanza de renta registraría un saldo deficitario de US\$1,027.8 millones, monto superior en US\$107.3 millones (11.7%), respecto de 2008. Dicho resultado, obedecería, principalmente, a pagos en conceptos de dividendos a inversiones extranjeras.

En las transferencias corrientes se esperan ingresos netos por US\$5,352.5 millones, mayores en US\$261.9 millones (5.1%) a los estimados para 2008, debido, principalmente, a que se prevé para dicho período un aumento de 3.5% en el ingreso neto por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se espera un saldo superavitario de US\$2,450.9 millones, superior en US\$67.2 millones (2.8%) al valor estimado para 2008. En cuanto al resultado de la cuenta financiera, destacaría el incremento por US\$232.2 millones en el rubro otra inversión, que pasaría de US\$1,032.3 millones en 2008 a US\$1,264.5 millones en 2009<sup>7</sup>, en tanto que la inversión directa disminuiría en US\$48.2 millones, al situarse en 2009 en US\$754.6 millones. Por su parte, se espera que el saldo superavitario de la inversión de cartera disminuya US\$14.7 millones (28.4%).

---

<sup>7</sup> Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público por un monto total de US\$750.0 millones, entre los que destacan los siguientes: US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano y US\$150.0 millones destinados al Programa de Reforma Fiscal, ambos del BID; US\$200.0 millones, destinado al Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia del BIRF; y, otros préstamos por un monto de US\$300.0 millones. Dichos ingresos serían contrarrestados por amortizaciones de deuda pública externa por alrededor de US\$267.0 millones.



En lo que respecta a la cuenta de capital, ésta continuaría registrando un saldo cero, dado que al igual que en 2008, no se proyecta recibir donaciones de capital.

Derivado del comportamiento estimado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se espera, un incremento de las RMIN de US\$305.0 millones. Con el aumento proyectado tanto en el nivel de dichas reservas como en las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 3.3 (3.5 en 2008), nivel que seguiría reflejando una posición externa favorable. Si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), éste sería de alrededor de 2.8 meses de importaciones de bienes.



**GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS**  
**AÑOS: 2008 - 2009**  
**-En millones de US Dólares-**

CONCEPTO	2008 <sup>o/</sup>	2009 <sup>py/</sup>	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2,077.7</b>	<b>-2,169.6</b>	<b>-91.9</b>	<b>4.4</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-5,947.4</b>	<b>-6,212.5</b>	<b>-265.2</b>	<b>4.5</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>8,019.1</b>	<b>8,750.8</b>	<b>731.7</b>	<b>9.1</b>
Mercancías Generales	6,288.3	6,942.1	653.8	10.4
Principales Productos	1,874.4	1,920.9	46.5	2.5
Otros Productos	4,413.9	5,021.2	607.3	13.8
Bienes para Transformación	1,640.1	1,705.7	65.6	4.0
Bienes Adquiridos en Puerto	90.7	103.0	12.2	13.5
<b>Importaciones FOB</b>	<b>13,966.4</b>	<b>14,963.3</b>	<b>996.9</b>	<b>7.1</b>
Mercancías Generales	12,944.9	13,921.0	976.1	7.5
Bienes para Transformación	1,020.3	1,040.9	20.6	2.0
Bienes Adquiridos en Puerto	1.2	1.4	0.1	12.0
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-300.5</b>	<b>-281.7</b>	<b>18.8</b>	<b>-6.2</b>
Créditos	1,928.8	2,122.3	193.6	10.0
Débitos	2,229.3	2,404.1	174.8	7.8
<b>C- RENTA</b>	<b>-920.5</b>	<b>-1,027.8</b>	<b>-107.3</b>	<b>11.7</b>
Créditos	577.7	543.3	-34.4	-6.0
Débitos	1,498.2	1,571.1	72.9	4.9
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>5,090.6</b>	<b>5,352.5</b>	<b>261.9</b>	<b>5.1</b>
Remesas Familiares (Netas)	4,389.0	4,542.6	153.6	3.5
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>2,383.7</b>	<b>2,450.9</b>	<b>67.2</b>	<b>2.8</b>
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>1,886.9</b>	<b>2,056.2</b>	<b>169.3</b>	<b>9.0</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>802.8</b>	<b>754.6</b>	<b>-48.2</b>	<b>-6.0</b>
En el exterior	-35.0	-35.7	-0.7	2.0
En Guatemala	837.8	790.3	-47.5	-5.7
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>51.8</b>	<b>37.1</b>	<b>-14.7</b>	<b>-28.4</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>1,032.3</b>	<b>1,264.5</b>	<b>232.2</b>	<b>22.5</b>
Préstamos del Sector Público	200.9	483.4	282.5	140.6
<b>C- ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>496.8</b>	<b>394.7</b>	<b>-102.1</b>	<b>-20.6</b>
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>306.0</b>	<b>281.3</b>	<b>-24.7</b>	<b>-8.1</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)*/</b>	<b>-306.0</b>	<b>-281.3</b>	<b>24.7</b>	<b>-8.1</b>

CUENTA CORRIENTE / PIB

-5.3

-5.2

<sup>o/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

\*/ De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado. En 2009, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de Oro por US\$25.3 millones y en la desvalorización estimada en tenencia de DEG por US\$1.6 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento en RMIN sería de US\$305.0 millones.



### 3. De la balanza de pagos para 2010

Tomando en cuenta las tendencias de la economía mundial, en la balanza de pagos para 2010 se plantea un escenario, en el que se estima un aumento en los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala<sup>8</sup> por US\$226.1 millones, como resultado de que la cuenta de capital y financiera registraría un saldo superavitario de US\$2,674.5 millones, el cual sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado de US\$2,448.4 millones, equivalente a 5.3% del PIB (5.2% para 2009).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$9,617.8 millones, monto mayor en US\$867.1 millones (9.9%) al proyectado para 2009<sup>9</sup>. Dicho resultado, estaría determinado por el aumento previsto en el valor de las exportaciones de los Principales Productos de exportación por US\$95.4 millones (5.0%), así como por el incremento en el valor de las exportaciones de Otros Productos por US\$619.1 millones (12.3%). De dicho monto, las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo US\$329.4 millones (12.5%), las de Otros Productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando US\$289.7 millones (12.2%), en tanto que las exportaciones de Bienes para Transformación registrarían un crecimiento de US\$138.2 millones (8.1%) y las exportaciones de bienes adquiridos en puerto crecerían US\$14.4 millones (14.0%).

En lo que respecta al valor FOB de las importaciones, éste se estaría ubicando en US\$16,342.8 millones, monto mayor en US\$1,379.5 millones (9.2%) respecto al estimado para 2009. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica para 2010 (3.8%). En el valor de las importaciones destacaría el aumento en los rubros siguientes: maquinaria, equipo y herramienta (11.5%); bienes de consumo (9.5%); combustibles y lubricantes (9.2%); y, materias primas y productos intermedios (9.0%). Por otra parte, las importaciones de bienes para transformación estarían registrando un

<sup>8</sup> Para 2010, no se incluyen como Activos de Reserva la revalorización estimada en tenencias de Oro por US\$25.5 millones y la desvalorización estimada en tenencia de DEG por US\$1.6 millones; sin embargo, el resultado neto forma parte del incremento de US\$250.0 millones en las reservas monetarias internacionales netas.

<sup>9</sup> El crecimiento previsto en las exportaciones para 2010 se basa, fundamentalmente, en la recuperación económica esperada de los principales socios comerciales de Guatemala.



crecimiento de US\$71.2 millones (6.8%), mientras que las importaciones de bienes adquiridos en puerto crecerían US\$0.1 millones (10.0%).

Como resultado de las proyecciones del comercio para 2010, la balanza comercial registraría un déficit de US\$6,724.9 millones, superior en US\$512.4 millones (8.2%) al proyectado para 2009.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$222.0 millones, inferior en US\$59.8 millones (21.2%) respecto del déficit proyectado para 2009, asociado a los déficits en los rubros: transporte, seguros y otros servicios.

En lo relativo a la balanza de renta, se proyecta un saldo deficitario de US\$1,124.7 millones, mayor en US\$96.9 millones respecto al previsto para 2009.

Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$5,623.2 millones, mayores en US\$270.7 millones (5.1%) a los proyectados para 2009, debido, principalmente, al crecimiento esperado de 4.8% en los ingresos de divisas por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se espera un saldo superavitario de US\$2,674.5 millones, mayor en US\$223.6 millones (9.1%) al proyectado para 2009. En cuanto al resultado de la cuenta financiera, destacaría la disminución en el rubro otra inversión, que pasaría de US\$1,264.5 millones en 2009 a US\$1,386.4 millones en 2010, en tanto que la inversión directa aumentaría en US\$120.9 millones, al situarse en 2010 en US\$875.5 millones. Por su parte, se esperaría que el saldo superavitario de la inversión de cartera aumente en US\$14.3 millones (38.4%).

En lo que respecta a la cuenta de capital, ésta continuaría registrando saldo cero, al igual que en 2009, dado que no se prevén donaciones de capital.

Como resultado del déficit previsto en la cuenta corriente y del superávit proyectado en la cuenta de capital y financiera, se esperaría, como se indicó, un aumento de las RMIN de US\$250.0 millones. Cabe indicar que, con el aumento proyectado, tanto en el nivel de dichas reservas como en





las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes  
financiables con reservas sería de 3.1 (3.3 para 2009).

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

CONCEPTO	2009 <sup>py/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2,169.6</b>	<b>-2,448.4</b>	<b>-278.8</b>	<b>12.9</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-6,212.5</b>	<b>-6,724.9</b>	<b>-512.4</b>	<b>8.2</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>8,750.8</b>	<b>9,617.8</b>	<b>867.1</b>	<b>9.9</b>
Mercancías Generales	6,942.1	7,656.6	714.5	10.3
Principales Productos	1,920.9	2,016.3	95.4	5.0
Otros Productos	5,021.2	5,640.3	619.1	12.3
Bienes para Transformación	1,705.7	1,843.9	138.2	8.1
Bienes Adquiridos en Puerto	103.0	117.4	14.4	14.0
<b>Importaciones FOB</b>	<b>14,963.3</b>	<b>16,342.8</b>	<b>1,379.5</b>	<b>9.2</b>
Mercancías Generales	13,921.0	15,229.1	1,308.1	9.4
Bienes para Transformación	1,040.9	1,112.1	71.2	6.8
Bienes Adquiridos en Puerto	1.4	1.5	0.1	10.0
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-281.7</b>	<b>-222.0</b>	<b>59.8</b>	<b>-21.2</b>
<b>Créditos</b>	<b>2,122.3</b>	<b>2,407.0</b>	<b>284.7</b>	<b>13.4</b>
<b>Débitos</b>	<b>2,404.1</b>	<b>2,629.0</b>	<b>224.9</b>	<b>9.4</b>
<b>C- RENTA</b>	<b>-1,027.8</b>	<b>-1,124.7</b>	<b>-96.9</b>	<b>9.4</b>
<b>Créditos</b>	<b>543.3</b>	<b>653.5</b>	<b>110.2</b>	<b>20.3</b>
<b>Débitos</b>	<b>1,571.1</b>	<b>1,778.2</b>	<b>207.1</b>	<b>13.2</b>
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>5,352.5</b>	<b>5,623.2</b>	<b>270.7</b>	<b>5.1</b>
Remesas Familiares (Netas)	4,542.6	4,760.7	218.0	4.8
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>2,450.9</b>	<b>2,674.5</b>	<b>223.6</b>	<b>9.1</b>
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>2,056.2</b>	<b>2,313.2</b>	<b>257.0</b>	<b>12.5</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>754.6</b>	<b>875.5</b>	<b>120.9</b>	<b>16.0</b>
En el exterior	-35.7	-42.3	-6.6	18.5
En Guatemala	790.3	917.8	127.5	16.1
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>37.1</b>	<b>51.4</b>	<b>14.3</b>	<b>38.4</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>1,264.5</b>	<b>1,386.4</b>	<b>121.9</b>	<b>9.6</b>
Préstamos del Sector Público	483.4	485.6	2.2	0.5
<b>C- ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>394.7</b>	<b>361.3</b>	<b>-33.4</b>	<b>-8.5</b>
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>281.3</b>	<b>226.1</b>	<b>-55.2</b>	<b>-19.6</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)*/</b>	<b>-281.3</b>	<b>-226.1</b>	<b>55.2</b>	<b>-19.6</b>

*CUENTA CORRIENTE / PIB*

-5.2

-5.3

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

\*/ De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado. En 2010, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de Oro por US\$25.5 millones y en la desvalorización estimada en tenencia de DEG por US\$1.6 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento en RMIN sería de US\$250.0 millones.



## D. DEL SECTOR FISCAL

### 1. Estimación de la ejecución presupuestaria para 2009

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009, prevé ingresos y donaciones por Q41,160.4 millones (superior en Q5,987.7 millones respecto de la estimación de cierre de 2008), mientras que por el lado del gasto contempla un monto de Q47,665.8 millones (monto superior en Q7,778.5 millones con relación al cierre estimado de 2008). Como resultado, el déficit fiscal se situaría en Q6,505.4 millones (equivalente a 2.0% del PIB) superior al previsto para el cierre estimado de 2008 (Q4,714.6 millones, equivalente al 1.6% del PIB). En lo que corresponde al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto se proyecta en Q1,388.4 millones, menor en Q266.6 millones respecto de la estimación de cierre de 2008. Asimismo, se prevé el uso de financiamiento externo neto por Q3,732.0 millones, como resultado de desembolsos por Q5,789.3 millones y amortizaciones por Q2,057.3 millones. Por último, se estima una utilización de recursos de caja por Q1,385.0 millones, lo que constituiría una fuente de monetización de origen interno, la cual tendría un mayor impacto en el tercero y cuarto trimestres de 2009, como resultado de un mayor gasto programado en dichos trimestres, como se ilustra en el cuadro siguiente.

**GOBIERNO CENTRAL  
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA  
AÑOS: 2008 - 2009  
-Millones de quetzales-**

CONCEPTO	2008 <sup>e/</sup>	TRIMESTRE				2009 <sup>pp/</sup>	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>35,172.7</b>	<b>9,843.3</b>	<b>9,549.3</b>	<b>10,445.9</b>	<b>11,321.9</b>	<b>41,160.4</b>	<b>5,987.7</b>	<b>14.5</b>
<b>A. Ingresos (1+2)</b>	34,841.8	9,741.0	9,416.1	10,198.2	10,931.4	40,286.7	5,444.9	13.5
<b>1. Ingresos Corrientes</b>	34,812.3	9,738.9	9,412.8	10,188.1	10,920.1	40,259.9	5,447.6	13.5
<b>a. Tributarios</b>	33,295.0	9,394.8	8,982.1	9,785.8	10,286.6	38,449.3	5,154.3	13.4
<b>b. No Tributarios</b>	1,517.3	344.1	430.7	402.3	633.5	1,810.6	293.3	16.2
<b>2. Ingresos de Capital</b>	29.5	2.1	3.3	10.1	11.3	26.8	-2.7	-10.1
<b>B. Donaciones</b>	330.9	102.3	133.2	247.7	390.5	873.7	542.8	62.1
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>39,887.3</b>	<b>9,640.5</b>	<b>10,738.3</b>	<b>12,730.5</b>	<b>14,556.5</b>	<b>47,665.8</b>	<b>7,778.5</b>	<b>16.3</b>
<b>A. De Funcionamiento</b>	27,589.2	7,473.3	8,149.5	9,281.5	9,485.9	34,390.2	6,801.0	19.8
<b>B. De Capital</b>	12,298.1	2,167.2	2,588.8	3,449.0	5,070.6	13,275.6	977.5	7.4
<b>III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL</b>	<b>-4,714.6</b>	<b>202.8</b>	<b>-1,189.0</b>	<b>-2,284.6</b>	<b>-3,234.6</b>	<b>-6,505.4</b>	<b>-1,790.8</b>	<b>27.5</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>4,714.6</b>	<b>-202.8</b>	<b>1,189.0</b>	<b>2,284.6</b>	<b>3,234.6</b>	<b>6,505.4</b>	<b>1,790.8</b>	<b>27.5</b>
<b>A. Interno</b>	1,655.0	234.5	459.0	251.8	443.1	1,388.4	-266.6	-19.2
<b>B. Externo</b>	1,142.1	3,436.5	44.7	222.4	28.4	3,732.0	2,589.9	69.4
<b>C. Variación de Caja</b>	1,917.5	-3,873.8	685.3	1,810.4	2,763.1	1,385.0	-532.5	-38.4
<b>(-) aumento (+) disminución</b>								
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-1.6</b>					<b>-2.0</b>		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

e/ Cifras estimadas con información preliminar del Ministerio de Finanzas Públicas.

pp/ Cifras proyectadas



## 2. Estimación de la ejecución presupuestaria para 2010

Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas contempladas en el Presupuesto Multianual 2009-2011, la ejecución presupuestaria para 2010 prevé ingresos y donaciones por Q47,172.2 millones (superiores en Q6,011.8 millones respecto de la estimación de cierre de 2009), mientras que por el lado del gasto contempla un monto de Q53,332.6 millones (monto superior en Q5,666.8 millones con relación al cierre estimado de 2009). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q6,160.4 millones (equivalente a 1.7% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del referido déficit, éste sería cubierto con financiamiento interno neto por Q1,467.7 millones, monto mayor en Q79.3 millones (5.4%) al presupuestado para 2009. En relación con el financiamiento externo neto, éste se ubicaría en Q3,792.4 millones, monto superior en Q60.4 millones (1.6%) al presupuestado para 2009. Por último, se prevé una utilización de recursos de caja por Q900.3 millones, como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

CONCEPTO	2009 <sup>py/</sup>	TRIMESTRE				2010 <sup>py/</sup>	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>41,160.4</b>	<b>10,931.9</b>	<b>11,591.5</b>	<b>11,636.9</b>	<b>13,011.9</b>	<b>47,172.2</b>	<b>6,011.8</b>	<b>12.7</b>
<b>A. Ingresos (1+2)</b>	40,286.7	10,713.6	11,366.6	11,331.0	12,658.5	46,069.8	5,783.1	12.6
<b>1. Ingresos Corrientes</b>	40,259.9	10,706.3	11,360.2	11,325.0	12,651.5	46,043.0	5,783.1	12.6
<b>a. Tributarios</b>	38,449.3	10,318.8	10,899.8	10,870.1	12,000.7	44,089.4	5,640.2	12.8
<b>b. No Tributarios</b>	1,810.6	387.6	460.4	454.9	650.8	1,953.5	142.9	7.3
<b>2. Ingresos de Capital</b>	26.8	7.3	6.4	6.1	7.1	26.8	0.0	0.0
<b>B. Donaciones</b>	873.7	218.3	224.9	305.9	353.3	1,102.4	228.7	20.7
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>47,665.8</b>	<b>11,328.9</b>	<b>12,056.7</b>	<b>13,980.2</b>	<b>15,966.8</b>	<b>53,332.6</b>	<b>5,666.8</b>	<b>10.6</b>
<b>A. De Funcionamiento</b>	34,390.2	8,856.3	9,037.4	10,214.3	10,140.7	38,248.6	3,858.4	10.1
<b>B. De Capital</b>	13,275.6	2,472.7	3,019.3	3,765.9	5,826.1	15,084.0	1,808.4	12.0
<b>III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL</b>	<b>-6,505.4</b>	<b>-397.0</b>	<b>-465.2</b>	<b>-2,343.3</b>	<b>-2,954.9</b>	<b>-6,160.4</b>	<b>345.0</b>	<b>-5.6</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>6,505.4</b>	<b>397.0</b>	<b>465.3</b>	<b>2,343.2</b>	<b>2,954.9</b>	<b>6,160.4</b>	<b>-345.0</b>	<b>-5.6</b>
<b>A. Interno</b>	1,388.4	400.2	400.3	400.4	266.8	1,467.7	79.3	5.4
<b>B. Externo</b>	3,732.0	948.0	948.0	948.0	948.4	3,792.4	60.4	1.6
<b>C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución</b>	1,385.0	-951.2	-883.0	994.8	1,739.7	900.3	-484.7	-53.8
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-2.0</b>						<b>-1.7</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas  
py/ Cifras proyectadas



## **E. DEL SECTOR MONETARIO**

Para 2009 se debe continuar aplicando una política monetaria disciplinada que, en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación y mediante el uso de instrumentos indirectos de control monetario, fortalezca la gestión monetaria del Banco de Guatemala. En ese contexto, la política monetaria debe centrarse, como lo consigna la ley, en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que, en un marco de flexibilidad cambiaria, la tasa de inflación debe continuar siendo el ancla nominal de la política monetaria.

### **1. Sector monetario para 2009**

Las proyecciones del sector monetario para 2009 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación propuesta (5.5% +/- 1.0 punto porcentual) y con el crecimiento de la actividad real, cuyo valor se estima en 3.5% y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2009 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 10.0% respecto al saldo estimado para 2008. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (M/N + M/E) podrían crecer en un rango de entre 8.0% y 10.0%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en un rango de entre 9.0% y 11.0%, ambos en términos interanuales.

Para 2009 se prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q2,440.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$305.0 millones. El aumento de las referidas reservas se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$750.0 millones<sup>10</sup>, por intereses provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$100.0 millones, por ingresos derivados de regalías por explotación de petróleo por

<sup>10</sup> Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público por un monto total de US\$750.0 millones, entre los que destacan los siguientes: US\$100.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano y US\$150.0 millones destinados al Programa de Reforma Fiscal, ambos del BID; US\$200.0 millones, destinado al Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia del BIRF; y, otros préstamos por un monto de US\$300.0 millones.



alrededor de US\$91.0 millones y otros ingresos netos por US\$17.0 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$488.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de bonos y Eurobonos por alrededor de Q165.0 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren un aumento (monetización) de Q409.0 millones. Entre los factores de expansión de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían, por una parte, la disminución prevista en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q1,385.0 millones, y por la otra, la deficiencia neta del Banco de Guatemala estimada en alrededor de Q428.0 millones, asociada, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) por Q1,159.0 millones y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales por el equivalente a Q1,117.0 millones. Asimismo, se tiene programado que se perciban alrededor de Q124.0 millones por concepto de intereses de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala.

En cuanto a los factores que tendrían un efecto desmonetizante, destaca el aumento por Q1,371.0 millones en los depósitos de los bancos del sistema en el Banco Central, debido al crecimiento esperado de los depósitos del público en las entidades bancarias y, por la otra, al aumento previsto de las inversiones en Depósitos a Plazo (DP) en el Banco de Guatemala por parte de las entidades del resto del sector público por un monto de Q260.0 millones.

Consistente con el diseño y ejecución del programa monetario, la variable de cierre de los AIN serían las OEM. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería incrementar su saldo de las OEM en Q885.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y el análisis trimestral de los factores de contracción y expansión de liquidez primaria, para el período



enero-marzo de 2009 se esperaba un aumento de las reservas monetarias internacionales netas por US\$350.0 millones (equivalente a Q2,800.0 millones) y una desmonetización por Q3,481.0 millones en los AIN, asociada al incremento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q3,874.0 millones y al aumento de las inversiones en DP por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q506.0 millones. Dicha desmonetización sería parcialmente contrarrestada por la reducción del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q1,098.0 millones, de manera que para guardar la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala reduzca el saldo de las OEM por alrededor de Q158.0 millones.

En el segundo trimestre se esperaba una contracción de la liquidez de origen externo, derivada de la disminución de reservas monetarias internacionales netas por US\$46.0 millones (equivalente a Q371.0 millones). Asimismo, debido a la contracción de liquidez que generaría el aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario por Q1,141.0 millones, se estima que el saldo de las OEM podría reducirse en Q781.0 millones.

En el tercer trimestre se estima una reducción en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$24.0 millones (equivalente a Q188.0 millones) y una expansión de liquidez de origen interno por Q1,607.0 millones, asociada, principalmente, al uso de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,810.0 millones, lo cual implica que el Banco de Guatemala debería incrementar el saldo de las OEM en Q1,074.0 millones.

En el cuarto trimestre se prevé un aumento de la liquidez de origen externo por US\$25.0 millones (equivalente a Q299.0 millones) y una expansión de la liquidez de origen interno por Q2,847.0 millones, como resultado de la utilización prevista de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q2,763.0 millones, la cual sería contrarrestada parcialmente por el aumento del saldo de las cuentas de encaje bancario en Q681.0 millones. De esa cuenta y tomando en consideración el aumento





estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesario un incremento en el saldo de las OEM por aproximadamente Q750.0 millones.

A continuación se presenta una estimación del Programa Monetario y Fiscal para 2009.

**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2009**  
Millones de quetzales

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
<b>CUENTAS FISCALES</b>					
Ingresos	9,843	9,549	10,446	11,322	41,160
Egresos	9,641	10,738	12,731	14,557	47,666
Corrientes	7,473	8,150	9,282	9,486	34,390
Capital	2,167	2,589	3,449	5,071	13,276
Déficit (% del PIB)	-203	1,189	2,285	3,235	6,505 2.0
Financiamiento externo neto	3,436	45	222	28	3,732
Financiamiento interno neto	235	459	252	443	1,388
Variación de Caja	-3,874	685	1,810	2,763	1,385
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>					
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>2,800</b>	<b>-371</b>	<b>-188</b>	<b>199</b>	<b>2,440</b>
En US\$	350	-46	-24	25	305
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-3,481</b>	<b>-564</b>	<b>1,607</b>	<b>2,847</b>	<b>409</b>
1. Gobierno central	-3,874	685	1,810	2,763	1,385
2. Resto del sector público	-506	186	-94	154	-260
3. Posición con bancos	1,098	-1,141	-646	-681	-1,371
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	1,098	-1,141	-646	-681	-1,371
4. Otros Activos Netos	-199	-294	536	611	655
Gastos y productos	74	14	28	313	428
Otros	-273	-308	509	298	227
<b>III. CREACION DE LIQUIDEZ</b>	<b>-681</b>	<b>-935</b>	<b>1,419</b>	<b>3,046</b>	<b>2,849</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA</b>	<b>-523</b>	<b>-154</b>	<b>345</b>	<b>2,296</b>	<b>1,964</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>158</b>	<b>781</b>	<b>-1,074</b>	<b>-750</b>	<b>-885</b>
<b>D. OEM NETAS (-) Aumento</b>	<b>158</b>	<b>781</b>	<b>-1,074</b>	<b>-750</b>	<b>-885</b>

## 2. Sector monetario para 2010

A efecto de dar continuidad a las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, se estima conveniente contar con proyecciones del programa monetario para 2010. El referido programa guarda consistencia con



la meta de inflación (5.0% +/- 1.0 punto porcentual) y con el crecimiento de la actividad real, cuyo valor se estima en 3.8%. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2010 registraría una tasa de crecimiento interanual de 9.9% respecto al saldo estimado de dicha variable para finales de 2009. En ese contexto, se prevé que los medios de pago totales (M/N+ M/E) podrían crecer en rango de entre 8% y 10%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en rango de entre 9% y 11%, ambos en términos interanuales.

Se esperaría que para 2010 las RMIN aumenten en US\$250.0 millones, lo que equivaldría a una expansión monetaria de origen externo de Q2,000.0 millones.

Consistente con lo anterior, los AIN aumentarían Q403.0 millones. Dentro de los AIN se estima que el Gobierno Central disminuya sus depósitos en el Banco de Guatemala en alrededor de Q900.0 millones durante 2010<sup>11</sup>.

En lo que concierne al resultado de Gastos y Productos del Banco de Guatemala para 2010 se estima una deficiencia neta de alrededor de Q412.0 millones. Cabe indicar que dentro de dicho resultado, la principal fuente de egresos seguiría siendo el pago de intereses por las operaciones de estabilización monetaria.

Dentro de los AIN, el principal factor desmonetizante sería el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario por Q850.0 millones, como resultado de un crecimiento de los depósitos del público en las entidades bancarias.

En ese contexto y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, así como la demanda de emisión monetaria, el Banco de Guatemala podría aumentar el nivel de las OEM en alrededor de Q245.0 millones.

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

---

<sup>11</sup> Programa fiscal multianual, contenido en el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009.



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

Concepto	TOTAL
<b>CUENTAS FISCALES</b>	
Ingresos	47,172
Egresos	53,333
Corrientes	38,249
Capital	15,084
Déficit (% del PIB)	6,160 1.7
Financiamiento externo neto	3,792
Financiamiento interno neto	1,468
Variación de Caja	900
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>	
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>2,000</b>
En US\$	250
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>403</b>
1. Gobierno central	900
2. Resto del sector público	-294
3. Posición con bancos	-850
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-850
4. Otros Activos Netos	646
Gastos y productos	412
Otros	235
<b>III. CREACION DE LIQUIDEZ</b>	<b>2,403</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>2,158</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-245</b>
<b>D. OEM NETAS (-) Aumento</b>	<b>-245</b>

**F. PRINCIPALES RIESGOS DEL ENTORNO Y LÍNEAS DE POLÍTICA**

Es importante advertir que las proyecciones de los sectores, real, externo, fiscal y monetario son basadas en las últimas estimaciones disponibles, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales formuladas por el FMI, las cuales conllevan el riesgo de ser revisadas a la baja dado el deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial. En efecto, como lo ha manifestado recientemente el Director Gerente de dicho organismo, ello podría ocurrir en el corto plazo. En función de lo anterior, se ha considerado prudente proyectar la tasa de crecimiento económico para 2009 y



para 2010 en términos de un rango, dado el nivel de incertidumbre que prevalece, lo cual daría un margen si las estimaciones de crecimiento económico mundial se revisaran a la baja, que sería o no suficiente dependiendo de la magnitud de la citada revisión. En todo caso, en un entorno tan cambiante hay que estar atentos de manera permanente para introducir los cambios pertinentes en las proyecciones de los sectores real, externo, fiscal y monetario, que permitan afinar la orientación de política.

Cabe mencionar que la desaceleración económica es un fenómeno a nivel mundial que difícilmente podría ser revertido con políticas internas. En el caso de la política monetaria, en un contexto de metas explícitas de inflación, ésta debe seguir privilegiando el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios, pero tener un rol activo en enfrentar los posibles efectos de la crisis financiera internacional, particularmente manteniendo mecanismos que permitan dotar temporalmente de liquidez al mercado cuando sea necesario. En el caso de la política fiscal, el mantenimiento de un déficit fiscal de alrededor de 2% que permita la implementación de una política fiscal anticíclica en forma moderada y la propuesta del financiamiento de dicho déficit primordialmente con fuentes que no provoquen un efecto desplazamiento del financiamiento privado, se constituyen en un activo importante ante la crisis financiera internacional.

Adicionalmente, esfuerzos conjuntos entre el Banco Central y el Ministerio de Finanzas Públicas, orientados a gestionar ante los organismos financieros internacionales el acceso a facilidades que permitan compensar la reducción de flujos del exterior, coadyuvarían a enviar un mensaje de confianza al mercado y, en el caso de que los riesgos existentes se materialicen, se cuenta con recursos financieros adicionales para enfrentarlos.



## **II. PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009**

### **A. OBJETIVO FUNDAMENTAL**

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

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

### **B. META DE POLÍTICA**

Tomando en cuenta que, de conformidad con el mandato legal citado, el objetivo fundamental del Banco de Guatemala se materializa propiciando condiciones que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, resulta apropiado hacer operacional dicho objetivo mediante el establecimiento de una meta cuantitativa para la tasa de inflación. Adicionalmente, la fijación de una meta cuantitativa para la tasa de inflación es una de las características más sobresalientes del régimen de metas explícitas de inflación, esquema monetario que se adoptó desde 2005.

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

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

En dicho régimen, la política monetaria no tiene un objetivo para el tipo de cambio nominal, como tampoco lo tiene para la tasa de crecimiento de un agregado monetario. En tal contexto, las acciones de la política monetaria se orientan a la consecución de la meta de inflación.

Por su parte, las expectativas de los agentes económicos son importantes para determinar los niveles de precios y de actividad económica. Al respecto, cuando la expectativa de inflación de los agentes



económicos no coincide con la meta de inflación, la consecución de dicha meta requiere de mayores esfuerzos por parte de la política monetaria y, usualmente, de mayores costos en términos de una menor tasa de crecimiento de la actividad económica y de mayor apoyo fiscal a la política monetaria. Por ello, es deseable que la expectativa de inflación de los agentes económicos coincida con la meta de inflación fijada por el Banco Central. Este aspecto requiere, por un lado, que la meta de inflación sea realista y alcanzable en el horizonte temporal correspondiente y, por el otro, que exista la convicción de que el banco central accionará los instrumentos de política monetaria en la medida necesaria para alcanzar la meta de inflación (es decir, que el banco central cuente con credibilidad).

## **2. La meta de inflación en 2008**

De conformidad con la resolución JM-211-2007 de la Junta Monetaria, la meta para la variación interanual del índice de precios al consumidor, para 2008, es de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales. Asimismo, para diciembre de 2009, dicha resolución establece una meta para la misma variable de 5.5% +/- 1 punto porcentual.

A noviembre de 2008, la inflación acumulada registró un nivel de 9.82%. Por su parte, el ritmo inflacionario a dicho mes fue de 10.85%. Con base en estas cifras y en los pronósticos más recientes del ritmo inflacionario, se vislumbra que la tasa de inflación en 2008 se ubicará por encima del límite superior de la meta establecida para dicho año. Este resultado sería producto de varios factores; entre ellos, los incrementos observados desde 2007 hasta julio de 2008 en los precios del petróleo y de sus productos derivados, así como en los precios del trigo y del maíz, aun cuando tal tendencia se revirtió en el segundo semestre de 2008.

## **3. Pronósticos pasivos**

Los pronósticos pasivos de inflación apuntan a un ritmo inflacionario total proyectado de 10.21% para diciembre de 2008 y de 7.58%



para diciembre de 2009<sup>12</sup>. Los principales supuestos que dan sustento a los anteriores pronósticos se refieren, por un lado, al comportamiento esperado de los precios del petróleo y sus productos derivados, así como del maíz y del trigo y, por el otro, al comportamiento inercial de la tasa de inflación de los diversos rubros de gastos que componen el índice de precios al consumidor.

Cabe indicar que de acuerdo con los referidos pronósticos pasivos de inflación no se cumplirían las metas de inflación establecidas para 2008 y para 2009.

#### **4. Pronósticos activos**

Los pronósticos activos de inflación, provistos por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) del Banco de Guatemala, toman en cuenta las acciones del banco central que tienden a la consecución de la meta de inflación, así como los efectos que tales acciones tienen en el resto de variables macroeconómicas. De acuerdo con los resultados del cuarto corrimiento del MMS en 2008, se pronostica una tasa de inflación interanual de 11.70% para diciembre de 2008 y de 7.01% para diciembre de 2009.

Los pronósticos activos generados por el MMS permiten vislumbrar la posibilidad de alcanzar la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2009, dado que no se alejan demasiado de ella, siempre y cuando se adopten las medidas monetarias pertinentes.

#### **5. Propuesta de metas de inflación**

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular importancia elaborar escenarios prospectivos de metas de inflación que permitan orientar las expectativas de inflación de los agentes económicos en el corto y mediano plazo, consistentes con el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios. El establecimiento de metas de corto y mediano plazos facilita que las referidas expectativas se anclen a las mismas, por lo que se propone que la meta de mediano plazo se establezca en 4%

---

<sup>12</sup> Proyección con datos observados a noviembre de 2008.





+/- 1.0 punto porcentual y que se converja a ella en un horizonte de 5 años, como se ilustra en el cuadro siguiente.

<b><u>AÑOS</u></b>	<b><u>METAS PUNTUALES</u></b> (variación interanual del IPC)	<b><u>MARGEN DE TOLERANCIA</u></b>
2009	5.5%	+ / - 1.0 punto porcentual
2010	5.0%	+ / - 1.0 punto porcentual
2011	5.0%	+ / - 1.0 punto porcentual
2012	4.5%	+ / - 1.0 punto porcentual
2013	4.0%	+ / - 1.0 punto porcentual

A continuación se presentan las principales características de las metas de inflación multianuales propuestas.

## **6. Características de las metas de inflación propuestas y de la estrategia de reducción gradual de la inflación**

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

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

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

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

Al comparar la meta de inflación multianual propuesta con la meta de inflación de 5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales y de 5.5% +/- 1.0 punto porcentual, determinada por la Junta Monetaria para los



años 2008 y 2009, respectivamente, mediante resolución JM-211-2007, se aprecia que la propuesta planteada implica dejar constante el valor central de la meta de inflación para 2009 (5.5%), disminuirlo en 0.5 puntos porcentuales en 2010, mantenerlo en 2011 y reducirlo en 0.5 puntos porcentuales en cada uno de los dos años subsiguientes, es decir en 2012 y en 2013.

Se considera aconsejable mantener el nivel central de la meta de inflación para 2009 en 5.5% anual tomando en cuenta que tanto los pronósticos de inflación pasivos como los activos indican que se vislumbra un proceso de reducción de los niveles inflacionarios para 2009, aspecto que hace plausible alcanzar una meta con un valor central inalterado respecto de la meta vigente para dicho año.

Por otro lado, conviene tomar en cuenta que, inevitablemente, la modificación de las metas de inflación hacia arriba tendría un efecto negativo sobre la credibilidad de la política monetaria. En particular, un incremento en el valor central de la meta podría ser interpretado como un relajamiento de la política monetaria, pues alcanzar una meta con valor central superior, requeriría menores esfuerzos monetarios.

En relación con el valor central de la meta para los años 2010-2013, se considera que el contexto internacional actual, en los ámbitos económico y financiero, es demasiado incierto y, por tanto, restaría credibilidad a una meta de política monetaria que pretendiera llevar los niveles de inflación a valores menores a los propuestos, razón por la cual se considera razonable anclar las expectativas de inflación a un proceso gradual de reducción de la inflación.

### **c) Amplitud del rango de la meta**

La propuesta planteada involucra confirmar el rango de la meta de inflación para el año 2009, de +/- 1.0 punto porcentual, alrededor del valor central de 5.5%. De esa manera, la meta de inflación que fue establecida en la resolución JM-211-2007 para dicho año se mantendría vigente. Al respecto, cabe señalar que es práctica usual en los países con regímenes de metas explícitas de inflación no modificar las metas ya



establecidas, para evitar dañar la credibilidad del banco central, toda vez que una modificación podría ser interpretada como un relajamiento de la postura de la política monetaria. De tal cuenta, los bancos centrales hacen su mejor esfuerzo por alcanzar las metas establecidas y, cuando esto no es posible, proveen las razones pertinentes para explicar los desvíos ocurridos; pero evitan, en la medida de lo posible, modificar las metas de inflación ya anunciadas.

Por otro lado, derivado de la incertidumbre con relación al contexto internacional, el margen de tolerancia de la meta de inflación para el período 2010-2013 se mantendría en +/- 1.0 punto porcentual alrededor del valor central.

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

En relación con el horizonte temporal de la meta de política monetaria, hay una diferencia significativa entre el período de dos años de la meta actualmente vigente y el período de cinco años de la meta planteada en esta propuesta.

Al respecto, cabe indicar que, para que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se anclen efectivamente en los niveles de las metas de inflación establecidas por la autoridad monetaria, se requiere que el horizonte temporal de tales metas sea lo suficientemente extendido, de manera que las decisiones de consumo, ahorro e inversión se basen en la noción de que la meta de inflación de mediano y largo plazos, desempeña la función de ancla nominal de la política monetaria. En tal sentido, es importante tomar en cuenta que los efectos de las acciones de política monetaria en la economía ocurren con rezago, de manera que la meta de política monetaria sería más útil si pudiera vincularse con las acciones de dicha política a través del horizonte temporal requerido para que tales acciones tengan efecto. De ello se deriva la necesidad de que el horizonte temporal de la meta inflacionaria sea suficientemente amplio.

En particular, el horizonte temporal de dos años para la meta de política monetaria se reduce, para efectos prácticos, a poco más de



un año cuando se aproxima el fin del primer año calendario. En contraste, un horizonte más amplio facilita la evaluación y las decisiones de política monetaria, debido a los mencionados rezagos en los efectos de sus acciones, por tanto, el horizonte temporal para la meta de inflación que se plantea en esta propuesta hace posible que la toma de decisiones de política monetaria se lleve a cabo con un ancla nominal clara, provista por la meta en el horizonte extendido de cinco años.

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

### **C. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA**

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 la política monetaria, se considera conveniente que la conducción de la política monetaria siga avanzando en el proceso de consolidación del esquema de metas explícitas de inflación, en el sentido de que en el proceso de toma de las decisiones sean consideradas variables indicativas que tengan un enfoque prospectivo (*forward looking*) como los pronósticos de inflación, las expectativas de inflación y la tasa de interés parámetro<sup>13</sup>. No obstante, se considera importante darle seguimiento a variables que proveen información acerca del comportamiento de los agregados monetarios, dada su relación con la inflación.

---

<sup>13</sup> La implementación plena del esquema de metas explícitas de inflación implica el seguimiento de variables relacionadas con los pronósticos de inflación y las expectativas de la misma a efecto de evaluar el cumplimiento de las metas que se establezcan. En la fase de transición de metas monetarias a metas explícitas de inflación, resulta conveniente utilizar como variables indicativas aquéllas que se relacionan con agregados monetarios, pero su uso en la medida que se avanza en el esquema de metas explícitas de inflación debe irse reduciendo y constituirse únicamente en variables de seguimiento, dada su vínculo con la inflación.



## 1. Variables Indicativas

En el contexto descrito, se propone que para 2009 sean consideradas como variables indicativas las siguientes:

- a) Ritmo inflacionario total proyectado
- b) Ritmo inflacionario subyacente proyectado
- c) Tasa de interés parámetro
- d) Expectativas de inflación del panel de analistas privados
- e) Expectativas implícitas de inflación
- f) Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

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

### a) Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre de 2009 y de 2010, comparándolo con las metas de inflación establecidas para esos mismos años. Cabe indicar que se seguirán utilizando dos modelos econométricos para las proyecciones del ritmo inflacionario para finales de los dos años citados.

### b) Ritmo inflacionario subyacente proyectado

La inflación subyacente muestra las variaciones del nivel de precios que tienen más relación con las variables monetarias, su cálculo se efectúa con base en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), excluyendo los precios de los bienes y servicios que tienen una elevada variabilidad (por lo general, estacional o coyuntural) que, en circunstancias normales, no puede ser neutralizado por las acciones de política monetaria.

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre de 2009 y de 2010, comparándolo con las metas de inflación establecidas para esos mismos años. Cabe mencionar que se seguirán utilizando dos modelos econométricos para las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente para finales de los dos años citados.

### c) Tasa de interés parámetro

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

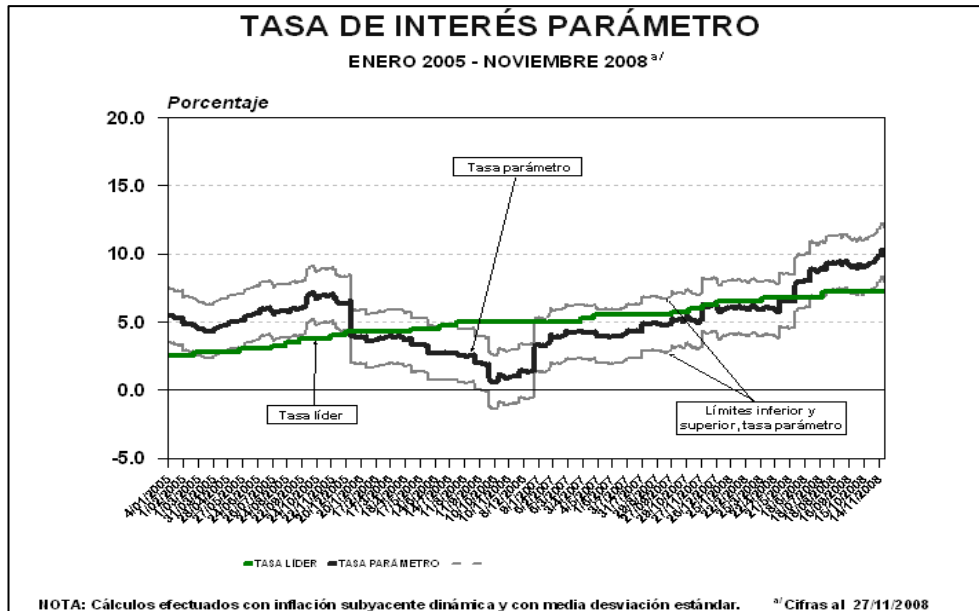
$$TP = [i_p + (\pi - \pi^e)] + \{ 1/2 (\pi - \pi^e) + 1/4 (IMAE - Y^e) + 1/4 [VTC - (\pi^e - \pi^{*e})] \}$$

En donde:

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

Tomando en consideración que la tasa parámetro sirve al propósito de indicar el nivel de tasa de interés que debiera prevalecer en el mercado, en congruencia con el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios, se propone comparar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, entendido éste como +/- media desviación estándar (calculada para el período enero de 1998-diciembre de 2007) alrededor del valor puntual de la tasa de interés parámetro.

Utilizando la especificación descrita, en la gráfica siguiente se ilustra el comportamiento de la tasa de interés parámetro en el período enero de 2005-noviembre de 2008.



#### d) Expectativas de inflación del 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 incluso puede ocurrir de manera independiente de los fundamentos de la economía. En ese sentido, puede ocurrir que para un nivel de oferta monetaria dado, las expectativas de inflación sean altas, lo que podría causar una disminución en la demanda real de dinero; tal reducción, generaría un aumento en la inflación; lo contrario ocurriría si las expectativas de inflación fueran bajas.

En este contexto, para 2009 se propone continuar utilizando los pronósticos provenientes de la Encuesta de Expectativas de





Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI), a efecto de obtener una medición de las expectativas inflacionarias del sector privado.

**e) Expectativas implícitas de inflación**

Una de las formas indirectas de conocer las expectativas de inflación, es la que en el ámbito de la literatura económica se conoce como expectativas implícitas de inflación. Dichas expectativas se obtienen de una aplicación de la denominada ecuación de Fisher, la cual puede ilustrarse mediante la expresión siguiente:

$$Tasa\ de\ interés\ nominal = Tasa\ de\ interés\ real + inflación\ esperada$$

De dicha expresión se puede inferir que mayores expectativas de inflación requerirán una mayor prima por inflación y, consiguientemente, una mayor tasa de interés nominal. En cambio, una reducción de las expectativas de inflación inducirá una reducción en la prima de inflación requerida por los inversionistas; por tanto, la tasa de interés nominal estaría disminuyendo.

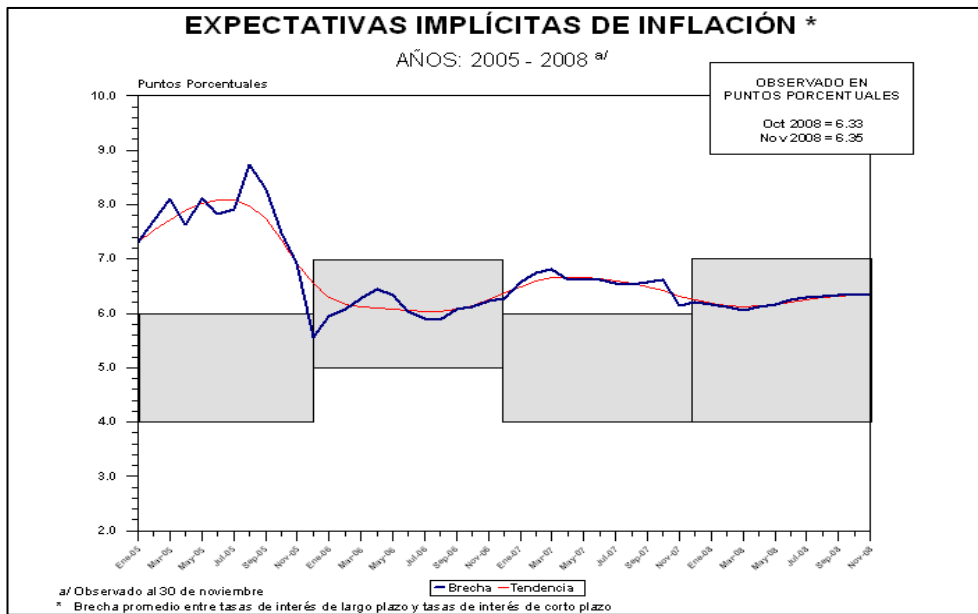
En el contexto descrito, una forma indirecta o implícita de conocer la prima de inflación es mediante el cálculo de la brecha entre la tasa de interés nominal de largo plazo y la tasa de interés nominal de corto plazo. Dicha brecha constituye una aproximación de las expectativas de los agentes económicos acerca del comportamiento de la inflación. La idea que subyace en la afirmación anterior se basa en el hecho de que, por un lado, la brecha entre las tasas de interés reales de largo y corto plazos es más estable en el tiempo que las expectativas de inflación en el largo plazo y, por el otro, las expectativas de inflación en el corto plazo son poco significativas (excepto en procesos de inflación muy alta o hiperinflaciones). Por consiguiente, cambios en las brechas de tasas de interés nominales de largo y corto plazos, reflejarían, básicamente, cambios en las expectativas de inflación de largo plazo.



En efecto, por lo general, las tasas de interés nominales de largo plazo son más altas que las de corto plazo, debido, en buena medida, a que mientras mayor es el plazo de una inversión, existe el riesgo de que los rendimientos futuros disminuyan a causa de que la inflación aumente; es decir que, si las expectativas de inflación de los agentes económicos son altas, la prima por inflación que requerirán en sus tasas de rendimiento nominales también lo será. La evidencia empírica en otros países muestra que, por lo general, las tasas de interés nominal de largo plazo se mueven en la misma dirección que las de corto plazo. Una excepción a dicho hallazgo es cuando un banco central, con el propósito de abatir la inflación, incrementa la tasa de interés de la política monetaria y como resultado de ello se produce una reducción en la tasa de interés de largo plazo, reflejando una alta credibilidad en los agentes económicos, que la medida adoptada reducirá la inflación esperada.

La metodología que se propone para realizar la medición de las expectativas implícitas de inflación, se basa en el cálculo de diferentes brechas entre tasas de interés nominal de largo plazo y tasas nominales de interés de corto plazo. Para el caso de las tasas de interés de largo plazo, se utilizarán las tasas de interés promedio ponderado del sistema bancario (activa total y de préstamos nuevos) y, para el caso de las de corto plazo, se usarían la tasa promedio ponderado de las operaciones de reporto al plazo entre 1 y 7 días y el costo financiero promedio de las OEM del Banco de Guatemala con vencimiento hasta 91 días. El promedio de las brechas obtenidas se constituiría en un indicador aproximado para medir las expectativas implícitas de inflación.

En la gráfica siguiente se ilustra la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo y las de corto plazo entre enero de 2005 y noviembre de 2008.



Tomando en cuenta lo anterior, para 2009 se propone, en adición a la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados, seguir utilizando como variable indicativa el cálculo de las expectativas implícitas de inflación. Cabe indicar que el seguimiento de dicha variable complementará la medición de las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual es fundamental en un esquema de metas explícitas de inflación.

**f) Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)**

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

Cabe señalar que a partir de junio de 2006 se empezó a utilizar el resultado de los pronósticos de inflación de mediano plazo obtenidos trimestralmente a través del corrimiento del MMS. Dicho resultado brinda



información coherente y razonable acerca de la evolución futura de la inflación, razón por la cual se propone que para 2009 se utilicen los pronósticos derivados de los cuatro corrimientos previstos para dicho año. Lo anterior se basa en la premisa de que la ejecución de la política monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación requiere de información adecuada para la oportuna toma de decisiones en materia de la determinación de la tasa de interés líder de política monetaria.

Para 2009, tomando en consideración la retroalimentación recibida<sup>14</sup>, se tiene previsto continuar afinando el MMS, incluyendo para tal efecto las tareas siguientes:

- a) Inclusión explícita de los impulsos fiscales en la demanda agregada, con el propósito de tomar en cuenta los efectos de la ejecución fiscal sobre la brecha del producto y, a través de ésta, sobre la inflación.
- b) Modificación de la especificación de la curva de rendimiento, de manera que refleje de mejor manera la relación existente entre la tasa de interés activa bancaria promedio ponderado y la tasa de interés líder de política monetaria.
- c) Modificación de la especificación de la ecuación que determina el nivel de inflación en el modelo (denominada “ecuación de Phillips”), con el propósito de que incorpore explícitamente el efecto de la inflación externa y el efecto traspaso del tipo de cambio nominal.
- d) Modificación de la especificación de la relación de paridad descubierta de la tasa de interés, con el propósito de que refleje de mejor forma el comportamiento de la tasa de variación del tipo de cambio nominal.
- e) Actualización de la calibración del modelo, para que tome en cuenta la evolución reciente de las relaciones cuantitativas que determinan el mecanismo de transmisión monetaria en la economía guatemalteca.

---

<sup>14</sup> Sugerencias y recomendaciones provenientes de: Junta Monetaria, Comité de Ejecución, Fondo Monetario Internacional y Profesor Sebastián Edwards.



## 2. Variables de seguimiento

Se propone, dada su relación con la inflación, utilizar las variables de seguimiento siguientes.

- a) Tasa de interés pasiva de paridad
- b) Liquidez primaria
  - i) Emisión monetaria
  - ii) Base monetaria amplia
- c) Medios de Pago
- d) Crédito bancario al sector privado

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

### a) Tasa de interés pasiva de paridad

Es un indicador que compara la competitividad de la tasa de interés pasiva interna respecto de la tasa de interés de paridad, de tal forma que se pueda evaluar si el nivel de la tasa de interés interna induce a una salida (ingreso) de capitales que podría generar variabilidad en el tipo de cambio nominal.

El cálculo de la tasa de interés de paridad está compuesto de tres elementos: a) una tasa de interés internacional comparable; b) una prima por riesgo cambiario; y, c) una prima por riesgo país. En cuanto al primer elemento, como la tasa de interés internacional comparable actualmente se utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado financiero de los Estados Unidos de América. La prima por riesgo cambiario se propone sea estimada mediante una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos. Cabe señalar que la referida aproximación resulta de la estimación de la brecha en 2008 entre la inflación de Guatemala y la de sus principales socios comerciales. En ese sentido, con base en la estacionalidad del tipo de cambio nominal se construiría una serie semanal del tipo de cambio nominal esperado y para cada fecha de análisis se compararía con el tipo de cambio de



referencia vigente. En el caso de la prima de riesgo cambiario, se propone que ésta sea estimada utilizando la metodología.

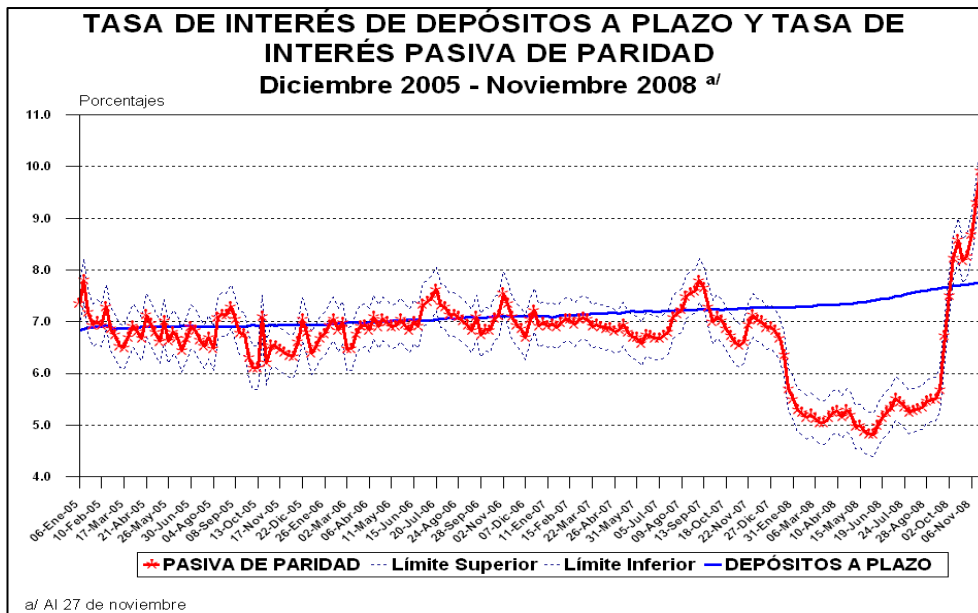
Con relación a la prima por riesgo país, ésta se estima calculando la diferencia entre la tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado financiero internacional a diez años plazo (rendimiento promedio ponderado de las emisiones de dichos bonos) y la tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo. Se considera que la metodología utilizada para el cálculo de esta prima constituye la mejor aproximación disponible, por lo que se propone que siga siendo utilizada en 2009.

Para el caso de las tasas de interés externas, se estima que la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado de los Estados Unidos de América, refleja de manera adecuada el costo de oportunidad de los inversionistas nacionales, toda vez que el mercado financiero de ese país influye en los flujos financieros internos, debido a su proximidad e importancia. El margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad se establece en media desviación estándar (equivalente a 0.42 puntos porcentuales)<sup>15</sup>, en virtud de que el comportamiento de la tasa de interés con la que se compara para obtener la referida orientación (tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo), ha sido estable durante un período prolongado.

La gráfica que se presenta a continuación ilustra la aplicación de la metodología descrita.

---

<sup>15</sup> Para el cálculo de la desviación estándar se utilizaron cifras observadas de la tasa de interés de paridad en el período comprendido entre enero de 2003 y diciembre de 2007.



### b) Liquidez primaria

La liquidez primaria está compuesta por la emisión monetaria y por la base monetaria amplia. La primera es importante ya que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita estimar su comportamiento mediante un corredor que englobe los cambios que podrían registrarse en la misma y, la segunda, es un indicador que, además de incluir el numerario en circulación, incorpora el comportamiento del encaje bancario y las operaciones de estabilización monetaria que tienen incidencia en la liquidez de corto plazo.

A continuación se presentan los corredores programados, tanto para la emisión monetaria como para la base monetaria amplia.

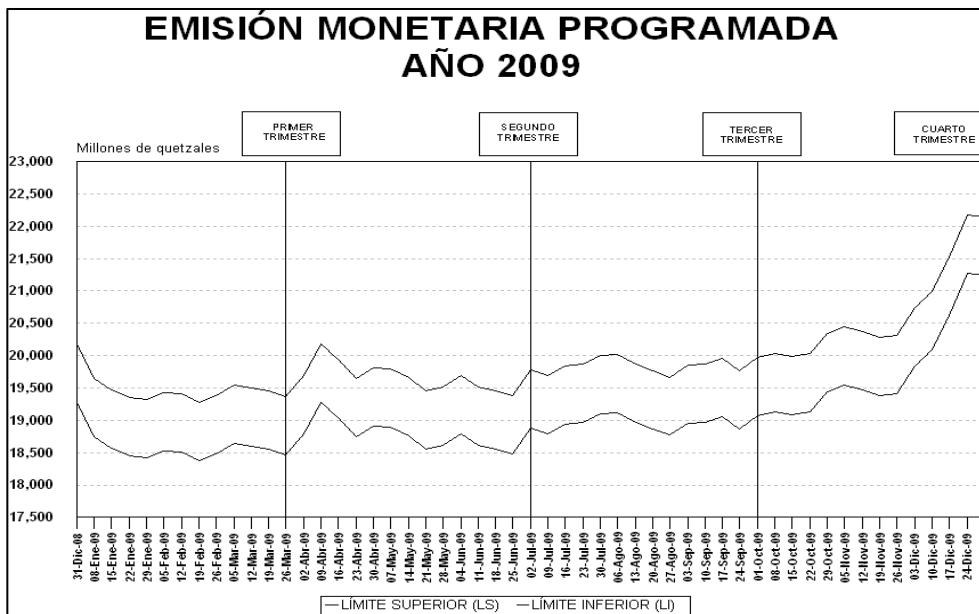
### i) Emisión monetaria

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

En ese sentido, actualmente se realiza una estimación puntual y una estimación por rango de la emisión monetaria, congruente con la meta de inflación y con el crecimiento previsto de la actividad



económica. Sin embargo, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, es razonable considerar como normal que los niveles de emisión monetaria fluctúen dentro de un corredor que sea consistente con la meta de inflación propuesta, los límites superior e inferior del citado corredor se estimaron utilizando una desviación estándar<sup>16</sup>.



La proyección del programa monetario para 2009 guarda consistencia con la meta de inflación propuesta (5.5% +/- 1.0 punto porcentual) y con el valor previsto de crecimiento económico (3.5%). Con esa base, la demanda de emisión monetaria prevista para 2009 registraría una variación relativa interanual de 10.0% respecto de la estimación de cierre variable para 2008<sup>17</sup>, lo que representa un incremento de Q1,964.3 millones.

<sup>16</sup> Para el cálculo de la desviación estándar se utilizan datos de la emisión monetaria para el período 2009.

<sup>17</sup> Se prevé que a finales de 2008 la emisión monetaria se ubicaría dentro del corredor programado, pero muy cercana al límite inferior.

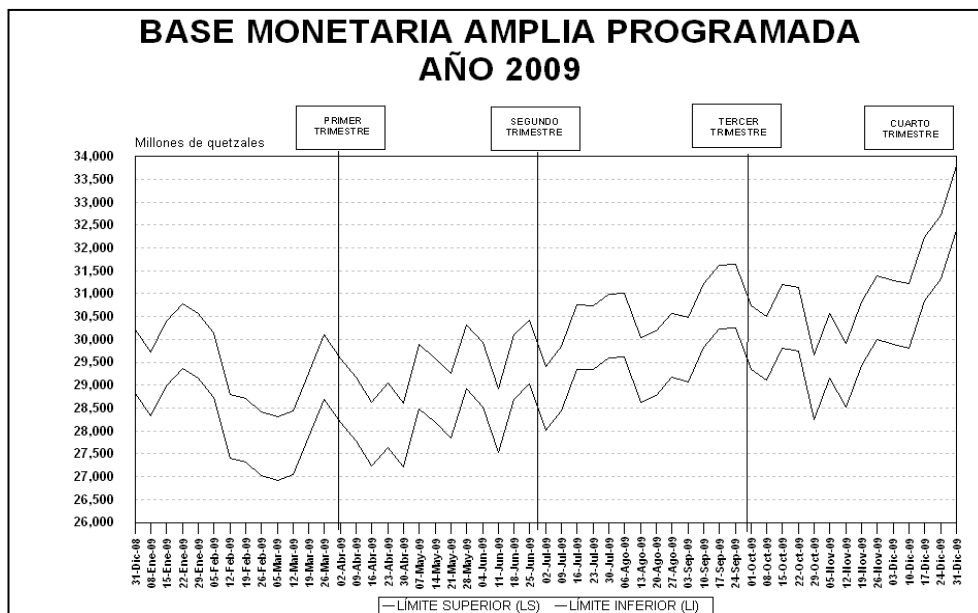
## ii) Base monetaria amplia

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

El seguimiento de la base monetaria amplia, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, puede realizarse mediante un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez. El margen de tolerancia se estableció en media desviación estándar<sup>18</sup>.

Se estima que para 2009, la base monetaria amplia crecerá en 12.1% respecto al cierre de 2008, lo que representa un aumento de Q3,572.3 millones.

A continuación se presenta el corredor programado de la base monetaria amplia para 2009.



## c) Medios de Pago

Los medios de pago (M2) miden la oferta de dinero en un sentido amplio y constituyen un indicador del comportamiento de la creación

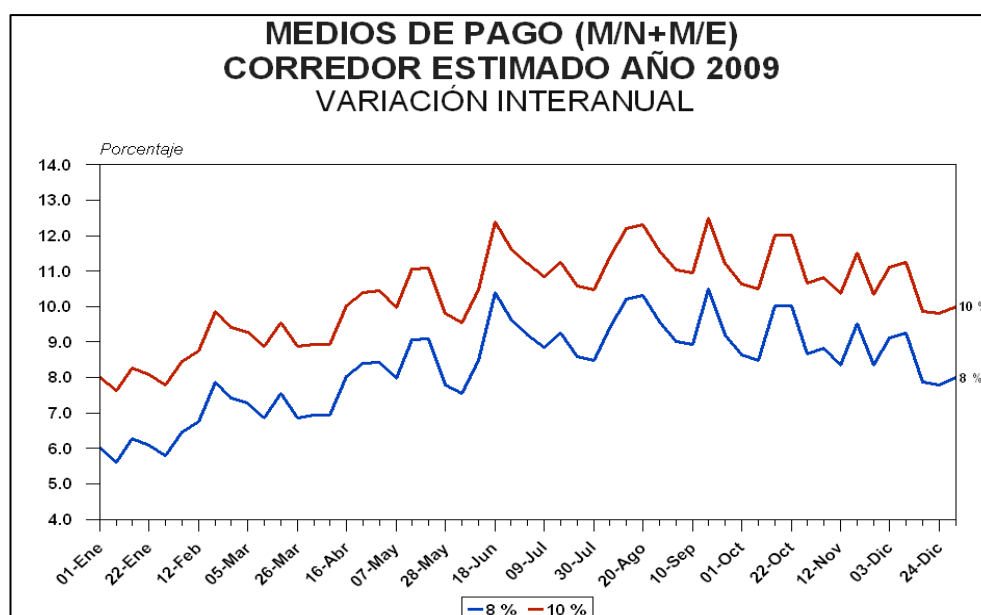
<sup>18</sup> Para el cálculo de la desviación estándar se utilizan datos de la base monetaria amplia del período 2009.

secundaria de dinero. El crecimiento interanual de dicha variable se estima de forma tal que sea consistente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero. En virtud de lo anterior, se prevé que para finales de 2009 los medios de pago totales (medios de pago en moneda nacional más medios de pago en moneda extranjera) crecerán en un rango de entre 8.0% y 10.0% en términos interanuales, consistente con un corredor estimado para todo el año.

Además de considerar el corredor proyectado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta 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 como la información que se observa periódicamente.

Para el seguimiento de los medios de pago se aplicará una ponderación del 50% al desvío con respecto al corredor estimado (es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis y el valor estimado por el referido corredor a la misma fecha). De igual manera, se aplicará una ponderación del 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcula como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2009, estimada econométricamente, y el rango previsto para diciembre de 2009 (8.0%-10.0%).

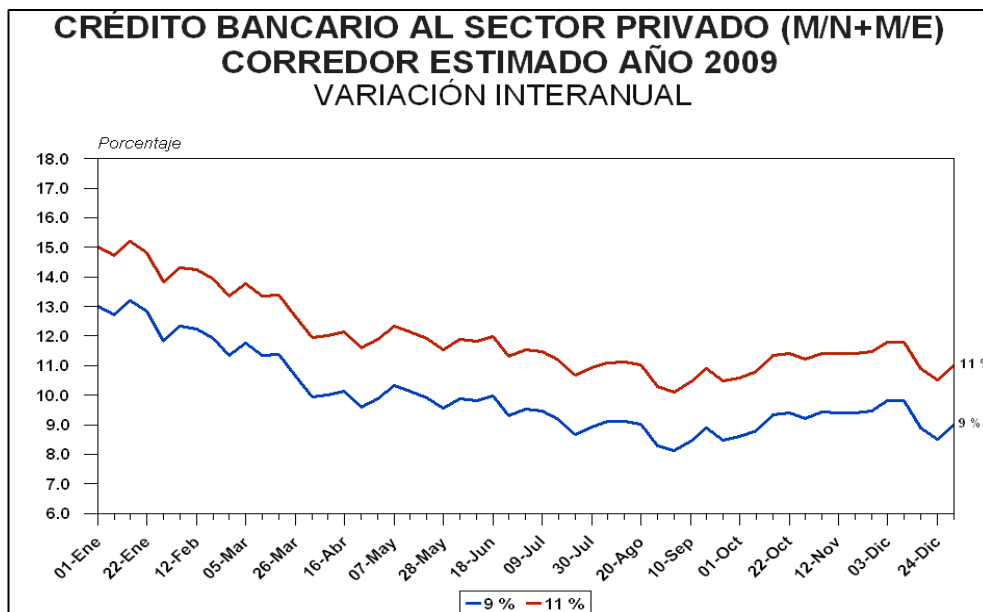
A continuación se presenta el corredor estimado de los medios de pago para 2009.



#### d) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado como variable de seguimiento es importante, en virtud de que mide el monto de recursos financieros intermediados por el sistema bancario que utiliza la economía para financiar la actividad real.

El crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado (en moneda nacional y en moneda extranjera), se estima de manera que guarde congruencia con la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria y con el crecimiento previsto de la actividad económica. En ese sentido, para diciembre de 2009 se proyecta un crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado en un rango de entre 9.0% y 11.0%, congruente con un corredor estimado para todo el año.



A efecto de dar seguimiento adecuado al comportamiento del crédito bancario al sector privado, además de considerar el corredor estimado, se propone tomar en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2009, cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado como la información que se observe periódicamente.

El indicador de seguimiento del comportamiento del crédito bancario al sector privado se obtendrá de la ponderación del desvío tanto del corredor estimado como de la estimación econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En adición al seguimiento del comportamiento de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, se considera importante monitorear las ramas de actividad económica hacia las cuales se dirige el mismo, a efecto de poder establecer si manifiestan un comportamiento que pudieran incidir en las presiones inflacionarias de la economía.

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

A partir de junio de 2006, se empezó a utilizar un índice que permite evaluar, de manera conjunta, la orientación de las variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas podría tener en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Los pesos relativos del índice sintético se obtuvieron de una encuesta, en la que cada miembro de Junta Monetaria externó su opinión en cuanto al peso relativo de cada variable indicativa.

La ventaja que representó el afinamiento del índice sintético, radicó en el hecho de que anteriormente se asignaba la misma ponderación a cada una de las variables indicativas. La nueva metodología permitió incorporar en un solo indicador para cada categoría de orientación<sup>19</sup>, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación que es fácilmente comparable con otras fechas.

En ese contexto, expertos internacionales y miembros del equipo técnico del Fondo Monetario Internacional han apoyado el criterio de que los pesos relativos se obtengan mediante métodos cuantitativos. En ese sentido,

---

<sup>19</sup> En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100%. Cabe indicar que la orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1.0 puntos porcentuales. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1.0 puntos porcentuales.



tomando en cuenta las citadas recomendaciones y el análisis de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, se estimó oportuno incorporar algunas mejoras a la metodología de cálculo del índice sintético, utilizando criterios econométricos para evaluar la ponderación de cada una de las variables. Al respecto, se propone utilizar los coeficientes resultantes del análisis de regresión de cada una de las variables indicativas con la inflación, dado que los referidos coeficientes miden el grado de relación lineal entre dos variables y permiten conocer la dirección de la referida relación.

Para el efecto, se estimaron los coeficientes de regresión entre las tasas de variación de cada una de las variables indicativas y la tasa de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Con base en los valores de los coeficientes estimados para cada variable indicativa, se procedió a calcular un índice que refleja la orientación global de la política monetaria sugerida por el conjunto de variables. El peso relativo para una variable indicativa en particular se calcula como la razón entre el coeficiente estimado de regresión de dicha variable y la suma de los coeficientes de regresión de todas las variables indicativas.

Con base en los resultados obtenidos, a continuación se presenta la propuesta de Índice Sintético y sus componentes.

**ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS  
PESO RELATIVO CONFORME COEFICIENTE DE REGRESIÓN**

Variable Indicativa	Coefficiente de Regresión	Peso relativo de la variable
1. Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado	0.75248	25.69
2. Ritmo Inflacionario Total Proyectado	0.65762	22.45
3. Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del MMS	0.63876	21.81
4. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados	0.50618	17.28
5. Expectativas Implícitas de Inflación	0.20387	6.96
6. Tasa de Interés Parámetro	0.16983	5.80
<b>Total</b>		<b>100.00</b>



## **E. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO**

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2009, se considera conveniente explicitar los principios que podrían orientar la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

### **1. Enfoque en el objetivo fundamental**

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

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

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

### **3. Flexibilidad cambiaria**

En un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, la ausencia de compromisos con algún nivel o trayectoria del tipo de cambio nominal, provee autonomía monetaria y credibilidad al Banco Central para procurar el objetivo fundamental de lograr una inflación baja y estable, coadyuvando así a evitar distorsiones en el resto de variables macroeconómicas. A ese respecto, cabe indicar que dicho esquema cambiario





se constituye en un elemento fundamental de apoyo para el mejoramiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala.

No obstante lo anterior, si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, siempre que dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. Para ese efecto, dicha participación debe sustentarse en una regla con base en criterios objetivos y transparentes que generen certeza para los participantes en el mercado cambiario. Asimismo, el Banco de Guatemala en caso de ser estrictamente necesario, podrá adquirir las divisas que requiera el propio banco, el gobierno central o las demás entidades del sector público.

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

### **1. Mercado monetario**

#### **a) Operaciones de estabilización monetaria**

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

En ese sentido y privilegiando el uso de instrumentos de regulación monetaria indirecta en un ambiente de condiciones de mercado, para 2009 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, ya que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir, como se indicó, con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.



En ese contexto, para 2009 se propone continuar participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de depósitos a plazo, siendo éstos:

**i) Mecanismos para colocaciones**

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

Por medio de este mecanismo se realizarán negociaciones en forma directa con bancos y sociedades financieras, al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria.

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

En este mecanismo, se realizarán negociaciones por medio de las casas de bolsa, al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria.

• **Licitaciones**

Mediante este mecanismo se realizarán negociaciones, por medio de las bolsas de comercio que operan en el país y en forma directa, para lo cual se convocará a las licitaciones por fechas de vencimiento, con cupos predeterminados, cuyos vencimientos sean de hasta un año.

• **Ventanilla**

Mediante este mecanismo se realizarán negociaciones con entidades públicas y con el sector privado no financiero.

**b) Medidas para 2009**

**i) Encaje bancario**

El encaje bancario constituye un mecanismo que permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez agregada y del crédito bancario, razón por la cual, de acuerdo con las mejores prácticas internacionales, en la actualidad se utiliza como resguardo de liquidez. En este



sentido, dado que las entidades bancarias mantienen excedentes razonables de encaje bancario, se propone mantener la tasa de encaje en 14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

## ii) **Prestamista de última instancia**

El apoyo financiero del Banco Central a los bancos del sistema se orienta únicamente a solventar deficiencias temporales de liquidez, con lo que se persigue impedir que las mismas deriven en insolvencia de las instituciones bancarias que, por una parte, atente contra el normal funcionamiento del sistema de pagos y, por la otra, pueda presionar innecesariamente las tasas de interés de corto plazo; es decir, que dicho apoyo debe ser únicamente una “válvula de seguridad” que responda a movimientos inesperados de la liquidez que eventualmente impidan una distribución fluida de las reservas a través del mercado interbancario.

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

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



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

Al examinar los vencimientos de las operaciones de estabilización monetaria y las necesidades de liquidez primaria de la economía, resulta evidente que la oferta de emisión monetaria generada por dichos vencimientos ha sido consistentemente mayor a la demanda, lo que ha propiciado que el Banco Central constantemente esté neutralizando esos excedentes de naturaleza estructural. Esta situación evidencia la necesidad de que el Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, pueda realizar operaciones de estabilización monetaria, cuyos vencimientos sean mayores de un año, para que gradualmente, por una parte, el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y, por la otra, mejore el manejo de sus pasivos.

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

### **iv) Inyección de liquidez por medio de la MEBD**

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

### **v) Operaciones de mercado abierto**

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



## **2. Mercado cambiario**

### **a) Regla de participación**

La Junta Monetaria en resolución JM-60-2008 del 11 de junio de 2008, resolvió modificar la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, eliminando los umbrales y estableciendo que la regla se activará para la compra, cuando el tipo de cambio nominal en el mercado sea igual o menor al margen de fluctuación de 0.5% del promedio móvil del tipo de cambio de referencia de los últimos cinco días hábiles, en tanto que se activará para la venta cuando el tipo de cambio nominal en el mercado sea igual o mayor al referido margen, con lo cual la regla de participación es totalmente simétrica. De esa cuenta, se simplificó la operatividad de dicha regla de participación, lo que la hace más comprensible a los agentes económicos.

A ese respecto, cabe indicar que al 30 de noviembre de 2008, dada la volatilidad mostrada por el tipo de cambio nominal, el Banco Central ha participado en el Mercado Institucional de Divisas comprando US\$237.4 millones y vendiendo US\$46.5 millones.

Tomando en cuenta que en un esquema de metas explícitas de inflación es deseable una mayor flexibilidad cambiaria, para moderar la volatilidad del tipo de cambio, se propone flexibilizar la regla de participación cambiaria, manteniendo el principio de que la participación del Banco Central en el mercado cambiario se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

En ese contexto, la modificación propuesta se limita a incrementar el margen de fluctuación del promedio móvil de 0.5% a 0.75%, manteniendo invariables los demás parámetros de la regla. En efecto, cuando el tipo de cambio de referencia rebase dichos márgenes de fluctuación, se activaría el mecanismo de subastas que permitiría al Banco Central participar, comprando o vendiendo divisas, según sea el caso. Cabe resaltar que la aplicación de esta regla no pretende influir en el mercado cambiario con el propósito de alcanzar o mantener un objetivo de tipo de cambio



predeterminado, sino por el contrario, permitir mayor flexibilidad, principio fundamental dentro del esquema de metas explícitas de inflación.

Los criterios de participación del Banco Central contenidos en dicha regla serían los siguientes:

- **Criterio para la compra**

La regla para la compra estaría activa permanentemente. En caso el tipo de cambio de referencia sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia menos un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco Central convocaría a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto máximo de US\$8.0 millones. De adjudicarse el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a subastas adicionales, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder un máximo de tres subastas de compra de divisas por día.

- **Criterios para la venta**

La regla para la venta estaría activa permanentemente. En caso el tipo de cambio de referencia sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia más un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco Central convocaría a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto máximo de US\$8.0 millones. En caso se adjudique el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a subastas adicionales, por un monto y un período de tiempo, para ingresar posturas, iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder un máximo de tres subastas de venta de divisas por día.

Las subastas de compra y de venta de divisas se realizarían por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas, a partir del horario de inicio de operaciones de dicho sistema.



La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme los criterios mencionados, se efectuaría inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

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

Se estima prudente que el Banco Central en 2009 continúe disponiendo de un instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio sin afectar su tendencia, extrayendo dólares estadounidenses del mercado en el momento en que estacionalmente sean excesivos, para inyectarlos en el momento en que resulten estacionalmente escasos, de conformidad con lo establecido en la resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004.

### **G. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA**

#### **1. Ajuste a los procedimientos operativos de la política monetaria**

##### **a) Generalidades de los procedimientos operativos actuales de la política monetaria**

El Banco de Guatemala implementa la política monetaria principalmente mediante la fijación de la denominada “tasa de interés líder de política monetaria”. Ésta es la tasa de interés que devengan los certificados de depósito al plazo de siete días, constituidos en el Banco Central. Éste acepta depósitos a siete días por montos ilimitados. La determinación de la tasa de interés líder es responsabilidad de la Junta Monetaria y su nivel se establece y se modifica con la finalidad de alcanzar, en el horizonte temporal relevante, la meta de inflación establecida. Por otro lado, el Banco Central está permanentemente dispuesto a inyectar liquidez mediante operaciones de



reporto (con garantía de títulos públicos), a una tasa de interés mayor que la tasa de interés líder de política monetaria.

Adicionalmente, el Banco de Guatemala recibe depósitos (representados por certificados) a plazos mayores de siete días. En estos casos, el Banco Central convoca periódicamente a licitaciones en las que se colocan certificados a distintos plazos. La tasa de interés para cada colocación se determina en la licitación correspondiente. Hay montos previamente definidos de certificados a ser colocados a cada plazo; sin embargo, es posible que se coloquen montos menores, cuando la demanda de los inversionistas es insuficiente para cubrir el monto licitado o cuando se requiere que el banco central pague tasas de interés demasiado altas, a su juicio, para colocar el monto completo.

Actualmente, el Banco Central tiene una posición deudora diaria frente al sector financiero, lo que lo obliga a realizar colocaciones netas de certificados de depósito a plazo con alta frecuencia. De manera que la fijación de la tasa de interés líder de política monetaria fija el costo de oportunidad que la mayoría de participantes en el mercado de dinero (principalmente, bancos comerciales) enfrenta al hacer uso de su liquidez y no la tasa de interés a la cual la mayoría de bancos debe financiarse marginalmente día a día.

#### **b) Conveniencia de introducir ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria**

Hay algunas características de los procedimientos operativos actuales de la política monetaria que son susceptibles de afinamiento con el propósito de fortalecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.<sup>20</sup> En efecto, la forma como el banco central implementa sus operaciones de estabilización monetaria, al colocar los certificados de depósito a plazos mayores de siete días, en ocasiones puede

---

<sup>20</sup> Las principales características de los procedimientos operativos de la política monetaria en Guatemala se analizan en el documento "GUATEMALA - DEVELOPING SECONDARY PUBLIC DEBT MARKETS AND ENHANCING MONETARY OPERATIONS", International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, October 2008.





dificultar la transmisión de cambios en la tasa líder hacia cambios en tasas de plazos más largos.<sup>21</sup>

Una posible consecuencia de la forma como opera la transmisión de los cambios en la tasa de interés líder de política monetaria sobre las tasas de interés de los depósitos constituidos en el Banco de Guatemala a plazos mayores, es que los incrementos en el nivel de la referida tasa líder, en respuesta a las presiones inflacionarias, causen concentración, en el plazo de siete días, de los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala.

La mencionada concentración inhibe las negociaciones en el mercado secundario de depósitos a plazo del Banco de Guatemala a plazos mayores a siete días; y debe tenerse presente que dichas negociaciones son indispensables para la formación de una curva de rendimiento para tales instrumentos financieros y para que se fortalezca el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De hecho, la existencia de una curva de rendimiento es de suma utilidad en el contexto de un régimen de metas explícitas de inflación, puesto que hace posible una mejor medición de las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales de tasas de interés relevantes. Adicionalmente, el incipiente desarrollo del mercado secundario de los referidos instrumentos financieros a plazos mayores de siete días dificulta la transmisión de las acciones de la política monetaria a las tasas de interés de mercado que son más relevantes para influir en las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos, lo cual no favorece la transmisión de los efectos de la política monetaria sobre la demanda agregada y sobre la trayectoria de la tasa de inflación en particular.

Por otro lado, el hecho de que una parte importante del saldo de depósitos en el Banco de Guatemala al plazo de siete días venza con frecuencia diaria y, consiguientemente, la posición del banco central frente al sistema bancario sea deudora con respecto de los flujos diarios, hace que algunos bancos no necesariamente trasladen de forma rápida, en sus

---

<sup>21</sup> Véase Edwards, Sebastián (2006). Política Monetaria en Guatemala 2004-2006: Evaluación y Perspectivas Futuras. Noviembre 4.



operaciones de crédito y de depósito, los cambios observados en la tasa de interés líder de política monetaria, contribuyendo de esa manera a hacer menos fluida la operatoria del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Tomando en cuenta la necesidad de acelerar el proceso de fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, para incrementar la efectividad de ésta y facilitar el cumplimiento de sus objetivos, se considera conveniente que, en el primer semestre de 2009, se presente a consideración de la Junta Monetaria una propuesta de ajustes a los procedimientos operativos para la implementación de la política monetaria.

## **2. Mejora en el marco analítico de la Política Monetaria**

### **a) Identificación y cuantificación de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria**

El mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la trayectoria de inflación de una economía es bastante complejo y cambiante. Suelen identificarse cuatro canales por los cuales tal mecanismo se materializa: el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, el canal de otros precios de activos y el canal del crédito. Típicamente, también se reconoce la operatoria de un canal de expectativas. La importancia relativa de tales canales varía de un país a otro y a lo largo del tiempo. En particular, distintos grados de desarrollo en las estructuras de las economías y distintos contextos institucionales afectan la operatoria y las magnitudes relativas de los diferentes canales de transmisión. Particularmente, la existencia de distintos regímenes monetarios y cambiarios determina grandes diferencias en los canales de transmisión de la política monetaria entre países y entre períodos históricos. Sin embargo, es conveniente llegar a tener una noción acerca de la importancia cuantitativa de los distintos canales de transmisión de la política monetaria, pues ello permite conocer de mejor manera los posibles costos, en términos de producción real, de la política antiinflacionaria, así como sus posibles efectos cambiarios.



Por otro lado, existe cierta equivalencia observacional entre los efectos de los distintos canales de transmisión. Por tanto, es difícil distinguir cuantitativamente su importancia relativa en un momento dado. Aun así, el conocimiento de las características específicas de una determinada economía puede ser útil para orientar la investigación cuantitativa en cuanto a los canales de transmisión de la política monetaria.

Para efectos de la identificación de la importancia cuantitativa de los distintos canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala, en 2008 se utilizaron, básicamente, las metodologías estadísticas de correlaciones dinámicas y vectores auto-regresivos estructurales. En 2009 se procederá a estimar econométricamente las principales ecuaciones del Modelo Macroeconómico Semiestructural, con el propósito de que la calibración actualizada de éste refleje la importancia cuantitativa de cada uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria en Guatemala. De hecho, este proceso de estimación y calibración ya fue iniciado y se espera tener una versión afinada de la nueva calibración en el transcurso del segundo trimestre de 2009.

#### **b) Modelo Macroeconómico Estructural (MME)**

En 2008 se inició el desarrollo de un modelo macroeconómico estructural (MME) para pronósticos de inflación.

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



Por otro lado, con el modelo estructural se espera conocer en detalle los procesos de optimización<sup>22</sup> que lleva acabo cada agente representativo en la economía artificial y facilitar de esta manera la comprensión de los resultados del modelo. También existe el interés de que el diseño del modelo incluya los mecanismos de transmisión de la política monetaria que operan en la economía guatemalteca, a juicio de las autoridades monetarias y de los técnicos del Banco de Guatemala, y se espera que su diseño sea flexible y en bloques, para experimentar con distintas especificaciones y calibraciones que permitan evaluar la operación de los canales de transmisión (o de distintas concepciones sobre tales canales).

En 2008 se construyeron dos modelos de equilibrio general dinámico, para una economía pequeña y abierta, calibrados para la economía guatemalteca. En ambos casos sólo se modeló la parte real de la economía, haciendo abstracción de las variables monetarias. En 2009 se tiene previsto avanzar en los aspectos siguientes: (i) construir un modelo que incorpore variables fiscales, (ii) desarrollar un modelo monetario de economía cerrada y (iii) diseñar un modelo de economía monetaria, pequeña y abierta, con variables fiscales. Este último modelo constituiría una primera versión del modelo macroeconómico estructural del Banco de Guatemala.

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

Tomando en cuenta que la información sobre los precios de los valores que se negocian en el mercado secundario constituye un elemento importante en el desarrollo y profundización del mismo, se propone que el Banco de Guatemala continúe consolidando y publicando la información sobre las operaciones que se realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala o con los certificados representativos de tales bonos, en el mercado bursátil y extrabursátil.

<sup>22</sup> Maximización restringida de la utilidad de los consumidores y de las ganancias de las firmas.



En ese sentido, se propone a la Junta Monetaria que, al igual que en 2008, instruya a los bancos del sistema y sociedades financieras para que informen al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y Certificados Representativos de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado bursátil y extrabursátil, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

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

#### **4. Contratos a futuro de divisas**

En Guatemala, desde 1994 existe un mercado de futuros de divisas que funciona en la Bolsa de Valores Nacional, S. A., (BVNSA), el cual se encuentra normado por el Reglamento de Futuros, aprobado por el Consejo de Administración de dicha bolsa.

De esa cuenta, es posible negociar contratos de futuros de divisas (quetzal respecto al dólar de los Estados Unidos de América), en los cuales la BVNSA asume el papel de Cámara de Compensación. Cuando se negocia un contrato de futuros la BVNSA solicita a las partes que originaron el contrato, tanto al comprador como al vendedor, que depositen una cantidad expresada en quetzales, que representa un porcentaje del valor de cada contrato. Esta cantidad se denomina "margen" y es una cantidad de dinero que durante el plazo de vigencia del contrato debe permanecer en depósito y es devuelto o acreditado al finalizar el contrato. La función del margen es garantizar el cumplimiento de los contratos y evitar la acumulación de pérdidas, logrando así proteger a las partes. Diariamente la BVNSA calcula el "precio de cierre" que es el que rige ese día en el Mercado de Futuros y con base en éste se calcula y ajusta el valor de cada contrato. Como consecuencia del ajuste diario, siempre una de las partes que originó el contrato gana, mientras que la otra pierde, ya que el monto perdido se debita de la "cuenta de margen" de la parte que



perdió, para acreditárselo a la "cuenta de margen" de la parte que ganó. Estas cantidades que se entregan o reciben diariamente se conocen como "ajustes". Al cerrar un contrato de futuros basta con que las partes depositen el margen inicial, lo que implica que no es necesario desembolsar el 100% del monto a negociar, para poder participar en el mercado de futuros. Al contar con un alto grado de apalancamiento, un cambio pequeño en la cotización de la divisa puede representar grandes pérdidas o grandes ganancias, por lo que quién esté negociando debe de tomar en cuenta el nivel de riesgo que está dispuesto a correr.

Las características financieras de estas operaciones son las siguientes: el activo negociado es dólares de los Estados Unidos de América; el monto de cada contrato es de US\$1,000.00; las fechas de vencimiento se establecen para el tercer miércoles de marzo, de junio, de septiembre y de diciembre de cada año; el margen por contrato es determinado por los participantes en dicho mercado; y, la liquidación se realiza mediante la entrega del activo negociado.

En el cuadro siguiente se presenta la información de los contratos a futuro de divisas durante el período de 2002 a 2008.

OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO  
DE FUTURO DE DIVISAS EN  
LA BOLSA DE VALORES NACIONAL S.A.  
PERIODO 2002-2008  
(Cifras en U\$ Dolares y porcentajes)

AÑO	NUMERO DE OPERACIONES	MONTO TOTAL	TIPO DE CAMBIO PROMEDIO PONDERADO
2002	48	4,850,000.00	7.95
2003	85	10,690,000.00	8.00
2004	35	12,134,000.00	8.03
2005	22	5,200,000.00	7.68
2006	3	17,500,000.00	7.60
2007	-	-	-
2008	-	-	-

Fuente: Bolsa de Valores Nacional S.A.

De conformidad con información de la BVNSA, desde el 15 de diciembre de 2006 no se registran operaciones cerradas en el mercado de futuros de divisas. Dicha situación se puede asociar a la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar de Estados Unidos de América y la ausencia de información de referencia en el mercado secundario



de valores (tasa de interés), los cuales son utilizados para determinar los tipos de cambio a futuro.

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

En Guatemala algunas entidades bancarias realizan operaciones en el mercado de divisas a plazo, mediante la negociación de contratos *forward*; sin embargo, no todos los participantes del mercado de divisas cuentan con información relativa a dichas operaciones, toda vez que la misma no es divulgada. En efecto, dichas operaciones se realizan especialmente con clientes corporativos.

**b) Fortalecimiento del mercado de divisas a plazo**

En la medida en que se fortalezca el mercado primario de títulos valores y se desarrolle y profundice el mercado secundario de tales títulos, se generaría información de referencia (tasas de interés), que contribuirían a determinar los precios de los contratos de divisas a plazo.

Se estima que la flexibilización de la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas propuesta para 2009, podría coadyuvar a la realización de operaciones en el mercado de divisas a plazo, mediante la negociación de contratos a futuro o por medio de contratos *forward*.

Adicionalmente, se estima importante transparentar las operaciones que se realizan en el mercado de divisas a plazo, a efecto de que los agentes económicos cuenten con precios de referencia para las operaciones que realicen en dicho mercado. Cabe mencionar que la divulgación de la información de las negociaciones de contratos a futuro de divisas corresponde a la Bolsa de Valores Nacional, S. A.

En el caso de las operaciones *forward*, se propone que las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas informen al Banco de Guatemala, diariamente, las características financieras de las operaciones con este tipo de contratos en la forma que establezca el Banco



Central. Una vez consolidada dicha información, el Banco de Guatemala la pondría a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

## **5. Coordinación con la política fiscal**

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

Durante 2008, la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria se continuó llevando a cabo mediante un Comité de Coordinación que, conforme lo acordado entre el Ministerio de Finanzas Públicas y el Banco de Guatemala, se reúne periódicamente, por una parte, para darle seguimiento a las operaciones realizadas por dichos entes y, por la otra, para evaluar las acciones a adoptar respecto de dicha coordinación, velando porque las mismas sean acordes a un programa monetario y fiscal consistente y coherente, en el marco del programa económico del país.

En el contexto descrito, se considera que una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria constituye un activo que fortalece la institucionalidad de la política macroeconómica.

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

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público, por una parte, sobre la determinación de la política monetaria y, por la otra, las acciones tomadas para la ejecución de dicha política para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar





certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, el Banco de Guatemala, en un esquema de metas explícitas de inflación, anuncia públicamente el calendario anual de las reuniones en las que la Autoridad Monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. A continuación se propone el calendario que el Banco de Guatemala podría anunciar para 2009. Dicho calendario se elaboró tomando en consideración, por una parte, la disponibilidad de la información relevante para la toma de decisión respecto de la tasa de interés líder y, por la otra, un período razonable de tiempo entre cada decisión, el cual permitiría un análisis más completo del entorno, tanto interno como externo, en el que se desempeña la política monetaria.

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

<b>FECHA</b>
28 DE ENERO DE 2009
25 DE FEBRERO DE 2009
25 DE MARZO DE 2009
22 DE ABRIL DE 2009
17 DE JUNIO DE 2009
29 DE JULIO DE 2009
16 DE SEPTIEMBRE DE 2009
28 DE OCTUBRE DE 2009
25 DE NOVIEMBRE DE 2009

**7. Mejoramiento del sistema estadístico en 2009**

**a) Estadísticas Monetarias y Financieras**

En 2009 se continuará avanzando en el proceso de implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), edición 2000, del Fondo Monetario Internacional, cuyo marco metodológico incorpora las mejores prácticas internacionales en materia de compilación y divulgación de las estadísticas monetarias y financieras.

Cabe indicar que durante 2008 se completó la cobertura estadística de las sociedades financieras. Derivado de lo anterior, en



2009 se prevé continuar trabajando para mejorar la sectorización en aquellas instituciones respecto de las cuales no se dispone de información extracontable, particularmente, en lo relativo a información detallada de saldos de cartera de Sociedades Financieras, Entidades Fuera de Plaza y Empresas Especializadas en Servicios Financieros.

Vale mencionar que las mejoras que se estiman incorporar en 2009 permitirán concluir a finales del referido año, la implementación de la metodología del MEMF.

#### **b) Cuentas Nacionales Trimestrales**

En 2009 se continuará con la elaboración de las Cuentas Nacionales Trimestrales dentro del marco conceptual del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 (SCN93), con el objetivo de contribuir al seguimiento del comportamiento de la actividad económica en el corto plazo y disponer de información confiable y oportuna del sector real.

En ese sentido, a finales del primer semestre de 2009 se espera finalizar la estimación del Producto Interno Bruto trimestral, medido por el enfoque de la producción y por el enfoque del gasto.

#### **c) Nuevo Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) Revisado Base 2001**

En 2009 se tiene programado concluir la revisión del Índice Mensual de la Actividad Económica, el cual incorporará mejoras para adecuarlo a las nuevas estructuras productivas proporcionadas por el Sistema de Cuentas Nacionales 1993.

La revisión del IMAE contemplaría los cambios metodológicos siguientes:

- Reponderación de sus componentes, de acuerdo a la estructura productiva proporcionada por el SCN93.



- Ampliación de su cobertura para explicar de mejor manera el comportamiento del PIB en el corto plazo (9 de 11 actividades).

**d) Matriz de Insumo Producto (MIP)**

Es un cuadro de coeficientes que contiene una desagregación de la cuenta de producción en un sistema matricial (filas y columnas) en el que se registran las transacciones de origen y destino de la producción.

Para finales del primer semestre de 2009, se tiene programado finalizar la Matriz de Insumo Producto correspondiente al año 2006, utilizando como insumo principal la información definitiva proveniente del Sistema de Cuentas Nacionales 1993.

**III. RECOMENDACIÓN**

Con base en lo expuesto, el Consejo Técnico del Banco de Guatemala se permite recomendar a la Junta Monetaria determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, así como las medidas complementarias a la misma, en los términos planteados en el presente dictamen.



Atentamente,

Johny R. Gramajo Marroquín  
Director  
Depto. Estudios Económicos

Juan Carlos Castañeda F.  
Director  
Depto. Investigaciones  
Económicas

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

Otto René López F.  
Director  
Depto. Estadísticas Económicas

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz  
Director  
Depto. Operaciones de  
Estabilización Monetaria

Edgar R. Lemus Ramírez  
Director  
Depto. Internacional

Gerardo Noel Orozco Godínez  
Asesor III  
Asesoría Jurídica

Sergio F. Recinos Rivera  
Gerente Financiero

F. Estuardo García Alburez  
Secretario

Oscar Roberto Monterroso Sazo  
Gerente Económico  
Coordinador



# APÉNDICE ESTADÍSTICO



## **A. SECTOR REAL**



**PRODUCTO INTERNO BRUTO POR EL ENFOQUE DE LA PRODUCCIÓN  
AÑOS 2006 - 2009**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 <sup>a/</sup>

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2006	2007 <sup>p/</sup>	2008 <sup>e/</sup>	2009 <sup>py/</sup>	Variación porcentual (%)				Contribución en variación porcentual del PIB				Participación en variación porcentual del PIB			
					2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>175,691.3</b>	<b>186,704.9</b>	<b>194,226.1</b>	<b>201,053.3</b>	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	23,842.4	25,244.1	25,754.9	26,460.3	1.3	5.9	2.0	2.7	0.2	0.8	0.3	0.4	3.3	12.7	6.8	10.4
2. Explotación de minas y canteras	1,138.1	1,296.4	1,286.2	1,249.5	17.6	13.9	-0.8	-2.9	0.1	0.1	0.0	0.0	1.9	1.4	-0.1	-0.5
3. Industrias manufactureras	33,472.4	34,491.7	35,334.5	36,022.3	3.8	3.0	2.4	1.9	0.7	0.6	0.5	0.4	13.5	9.3	11.2	10.1
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,586.5	4,874.0	4,983.5	5,085.3	3.0	6.3	2.2	2.0	0.1	0.2	0.1	0.1	1.5	2.6	1.5	1.5
5. Construcción	6,936.9	7,548.3	7,275.7	6,936.4	13.1	8.8	-3.6	-4.7	0.5	0.3	-0.1	-0.2	9.0	5.6	-3.6	-5.0
6. Comercio al por mayor y al por menor	21,681.7	22,538.3	23,291.4	24,047.0	3.9	4.0	3.3	3.2	0.5	0.5	0.4	0.4	9.2	7.8	10.0	11.1
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	14,146.1	17,381.0	20,550.3	23,379.5	18.6	22.9	18.2	13.8	1.3	1.8	1.7	1.5	24.7	29.4	42.1	41.7
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6,763.7	7,432.2	8,311.0	9,275.0	16.1	9.9	11.8	11.6	0.6	0.4	0.5	0.5	10.5	6.1	11.7	14.2
9. Alquiler de vivienda	17,875.6	18,571.1	19,265.3	19,963.8	2.7	3.9	3.7	3.6	0.3	0.4	0.4	0.4	5.2	6.3	9.2	10.3
10. Servicios privados	26,868.5	28,623.2	29,924.9	31,162.7	5.5	6.5	4.5	4.1	0.8	1.0	0.7	0.6	15.5	15.9	17.3	18.2
11. Administración pública y defensa	11,294.0	11,813.7	12,446.9	12,910.6	5.3	4.6	5.4	3.7	0.3	0.3	0.3	0.2	6.3	4.7	8.4	6.8
(-) Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI)	5,917.8	6,702.6	7,613.5	8,533.0	16.7	13.3	13.6	12.1	0.5	0.4	0.5	0.5	9.5	7.1	12.1	13.5
(+) Impuestos netos de subvenciones a los productos	13,571.7	14,458.9	15,086.0	15,723.1	5.7	6.5	4.3	4.2	0.4	0.5	0.3	0.3	8.2	8.1	8.3	9.4
<b>ESTRUCTURA PORCENTUAL</b>																
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>												
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	13.5	13.3	13.2												
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.7	0.7	0.6												
3. Industrias manufactureras	19.1	18.5	18.2	17.9												
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	2.6	2.6	2.5												
5. Construcción	3.9	4.0	3.7	3.5												
6. Comercio al por mayor y al por menor	12.3	12.1	12.0	12.0												
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8.1	9.3	10.6	11.6												
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	3.8	4.0	4.3	4.6												
9. Alquiler de vivienda	10.2	9.9	9.9	9.9												
10. Servicios privados	15.3	15.3	15.4	15.5												
11. Administración pública y defensa	6.4	6.3	6.4	6.4												
(-) Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI)	3.4	3.6	3.9	4.2												
(+) Impuestos netos de subvenciones a los productos	7.7	7.7	7.8	7.8												

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

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas



## **B. SECTOR MONETARIO**





### SECTOR MONETARIO

AÑOS 2006 - 2009

Millones de quetzales

CONCEPTO	2006	2007	2008 <sup>es/</sup>	2009 <sup>py/</sup>
Reservas monetarias internacionales netas (millones de US\$)	4,061.1	4,320.3	4,620.4	4,925.4
Reservas monetarias internacionales netas en MN	32,488.8	34,562.4	36,962.9	39,402.9
Emisión monetaria	15,772.0	20,010.8	19,734.5	21,698.8
Crédito bancario al sector privado total <sup>1/</sup>	61,490.7	78,283.7	91,011.9	100,508.1
Captaciones bancarias totales <sup>1/</sup>	72,237.9	79,681.7	87,009.4	94,625.1
Medios de pago M2 en MN	77,314.7	84,693.7	91,309.2	98,922.0
Medios de pago M2 en M/E <sup>1/</sup>	9,667.2	12,170.5	14,478.9	16,353.8
Medio de pago totales M2 (MN + ME) <sup>1/</sup>	86,982.0	96,864.2	105,788.1	115,275.8
Saldo de OEM	15,188.9	11,669.4	13,583.2	14,728.0
M3 total	92,085.1	101,412.8	110,755.7	120,689.0

### INDICADORES MONETARIOS

AÑOS 2006 - 2009

En porcentajes

CONCEPTO	2006	2007	2008 <sup>es/</sup>	2009 <sup>py/</sup>
RMIN en MN / Emisión monetaria	206.0	172.7	187.3	181.6
RMIN en MN / OEMs	213.9	296.2	272.1	267.5
RMIN en MN / M2 total	37.4	35.7	34.9	34.2
OEM / Emisión monetaria	96.3	58.3	68.8	67.9
Crédito bancario al sector privado total / PIB nominal	26.8	30.0	30.9	30.9
M2 total / PIB nominal	37.8	37.1	35.9	35.4
M2 en ME / M2 total	11.1	12.6	13.7	14.2
OEM / M2 total	17.5	12.0	12.8	12.8
OEM / PIB nominal	6.6	4.5	4.6	4.5

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

<sup>es/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

Fuente: Banco de Guatemala y Superintendencia de Bancos



## **C. SECTOR FISCAL**



## FINANZAS PÚBLICAS AÑOS 2006-2009

Millones de quetzales y porcentajes

Concepto	2006	2007	2008 <sup>e/</sup>	2009 <sup>py/</sup>
Carga tributaria	11.9	12.1	11.3	12.1
Elasticidad tributaria	1.6	1.2	0.4	1.9
Ingresos totales (% del PIB)	12.7	12.9	11.9	12.9
Impuestos indirectos / ingresos tributarios	71.9	72.5	71.1	73.6
Gastos totales (% del PIB)	14.7	14.3	13.5	15.0
Gastos de capital / Gasto total	35.9	33.7	30.8	27.9
Gasto social / Gasto total	43.3	41.3	46.5	48.7
Déficit fiscal (% del PIB)	-1.9	-1.4	-1.6	-2.0
Superávit / Déficit primario (% del PIB)	-0.6	0.0	-0.2	-0.6
Ahorro en cuenta corriente	7,222.9	8,383.5	7,223.1	5,869.7
Servicio deuda pública total / ingresos tributarios	33.5	24.4	23.8	22.2
Servicio deuda pública externa / Exportaciones de bienes y servicios	7.1	6.5	4.9	5.0
Saldo deuda pública interna / Deuda pública total	40.2	42.7	43.8	42.1
Saldo deuda pública externa / Deuda pública total	59.8	57.3	56.2	57.9
Saldo deuda pública total (% del PIB)	21.9	21.7	20.3	20.6
Saldo deuda pública interna (% del PIB)	8.8	9.3	8.9	8.7
Saldo deuda pública externa (% del PIB)	13.1	12.4	11.4	12.0
Saldo deuda pública externa / Exportaciones de bienes y servicios	49.3	45.6	42.2	43.2

e/ Estimación

py/ Cifras proyectadas

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala



## **D. SECTOR EXTERNO**



**BALANZA DE PAGOS<sup>1/</sup> Y  
PRINCIPALES INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR  
Años 2006 - 2009  
- En millones de US Dólares -**

CONCEPTO	2006	2007 <sup>p/</sup>	2008 <sup>e/</sup>	2009 <sup>pp/</sup>
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	<b>-1,524.1</b>	<b>-1,769.0</b>	<b>-2,077.7</b>	<b>-2,169.6</b>
Exportaciones FOB	6,082.1	6,983.4	8,019.1	8,750.8
Mercancías Generales	4,418.3	5,339.2	6,288.3	6,942.1
Principales productos	1,294.3	1,620.6	1,874.4	1,920.9
Otros productos	3,124.0	3,718.6	4,413.9	5,021.2
Bienes para Transformación	1,603.5	1,568.6	1,640.1	1,705.7
Bienes adquiridos en puertos	60.3	75.6	90.7	103.0
Importaciones FOB	10,934.4	12,470.0	13,966.4	14,963.3
Servicios	-259.6	-293.4	-300.5	-281.7
Renta	-680.4	-842.9	-920.5	-1,027.8
Transferencias Corrientes (Neto)	4,268.2	4,853.9	5,090.6	5,352.5
Remesas Familiares (Neto)	3,645.3	4,200.0	4,389.0	4,542.6
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>1,776.4</b>	<b>1,985.3</b>	<b>2,383.7</b>	<b>2,450.9</b>
Cuenta Capital	142.2	0.0	0.0	0.0
Cuenta Financiera	1,634.2	1,985.3	2,383.7	2,450.9
Inversión Directa	551.6	719.2	802.8	754.6
Inversión de Cartera	-83.4	-184.8	51.8	37.1
Otra Inversión (incluye errores y omisiones)	1,166.0	1,450.9	1,529.1	1,659.2
Activos de Reserva [(-) Aumento, (+) Disminución] <sup>2/</sup>	-252.3	-216.3	-306.0	-281.3
<b>Monto de Reservas Internacionales Netas (RMIN)</b>	<b>4,061.1</b>	<b>4,320.3</b>	<b>4,620.3</b>	<b>5,125.3</b>
<b>RELACIÓN RESPECTO AL PIB</b>				
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.2</b>
Exportaciones FOB	20.1	20.5	20.6	20.8
Principales productos	4.3	4.8	4.8	4.6
Otros productos	10.3	10.9	11.3	11.9
Importaciones FOB	36.2	36.6	35.9	35.5
Servicios	-0.9	-0.9	-0.8	-0.7
Renta	-2.3	-2.5	-2.4	-2.4
Transferencias Corrientes (Neto)	14.1	14.3	13.1	12.7
Remesas Familiares (Neto)	12.1	12.3	11.3	10.8
<b>Saldo Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>5.9</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>
Cuenta Capital	0.5	0.0	0.0	0.0
Cuenta Financiera	5.4	5.8	6.1	5.8
Inversión Directa	1.8	2.1	2.1	1.8
Inversión de Cartera	-0.3	-0.5	0.1	0.1
Otra Inversión (incluye errores y omisiones)	3.9	4.3	3.9	3.9
<b>Meses de Importación de Bienes (FOB) Financiables con RMIN</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>
<b>Meses de Importación de Bienes (FOB) y Servicios Financiables con RMIN</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>
<b>COMERCIO EXTERIOR</b>				
<b>EXPORTACIONES - PRINCIPALES PRODUCTOS</b>				
<b>Café</b>	<b>463.6</b>	<b>577.3</b>	<b>685.0</b>	<b>688.8</b>
Volumen (Miles de qq)	4,379.4	5,013.2	5,150.0	6,319.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	105.86	115.16	133.00	109.00
<b>Azúcar</b>	<b>298.6</b>	<b>358.1</b>	<b>323.5</b>	<b>383.6</b>
Volumen (Miles de qq)	28,959.6	28,154.1	25,215.2	31,445.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	10.31	12.72	12.83	12.20
<b>Banano</b>	<b>215.5</b>	<b>298.8</b>	<b>321.1</b>	<b>367.5</b>
Volumen (Miles de qq)	21,112.8	28,920.9	33,452.0	35,000.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	10.21	10.33	9.60	10.50
<b>Cardamomo</b>	<b>83.4</b>	<b>137.3</b>	<b>168.8</b>	<b>210.0</b>
Volumen (Miles de qq)	677.5	607.6	450.0	700.0
Precio Medio (US\$ por quintal)	123.10	225.97	375.00	300.00
<b>Petróleo</b>	<b>233.2</b>	<b>249.1</b>	<b>376.0</b>	<b>271.0</b>
Volumen (Miles de barriles)	5,357.5	5,276.6	4,700.0	6,775.0
Precio Medio (US\$ por barril)	43.53	47.21	80.00	40.00
<b>IMPORTACIONES FOB (Grupo Económico CUODE)</b>	<b>10,934.4</b>	<b>12,470.0</b>	<b>13,966.4</b>	<b>14,963.3</b>
Mercancías Generales	9,863.3	11,474.4	12,944.9	13,921.0
Bienes de Consumo	2,837.3	3,177.5	3,316.7	3,567.3
Materias Primas y Productos Intermedios	3,119.2	3,468.1	4,062.4	4,424.0
Combustibles y Lubricantes	1,797.6	2,279.9	2,933.9	3,082.7
Materiales de Construcción	229.9	285.7	345.7	378.5
Bienes de Capital	1,878.0	2,262.5	2,285.5	2,467.8
Diversos	1.3	0.7	0.7	0.7
Bienes para Transformación	1,068.8	994.5	1,020.3	1,040.9
Bienes adquiridos en puertos	2.3	1.1	1.2	1.4

<sup>1/</sup> Metodología del Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBP5) del Fondo Monetario Internacional (FMI)

<sup>2/</sup> Las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado.

<sup>p/</sup> Cifras preliminares

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>pp/</sup> Cifras proyectadas

Fuente: Banco de Guatemala



## **E. SECTOR BANCARIO**



**SECTOR BANCARIO**  
AÑOS: 2006 - 2008  
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	2006	2007	2008 <sup>a/</sup>
Activo total	104,515.2	118,392.5	129,428.6
Cartera de créditos total (bruta)	51,742.3	70,155.5	75,669.0
En moneda nacional	36,146.4	47,229.9	50,174.5
En moneda extranjera	15,595.9	22,925.6	25,494.5
Cartera vencida y en mora <sup>1/</sup>	2,782.1	2,746.5	2,029.3
Activos improductivos <sup>2/</sup>	5,874.5	6,144.3	5,721.5
Activos afectos ponderados por riesgo	58,259.8	75,319.3	82,591.8
Inversiones en valores nacionales <sup>3/</sup>	30,131.9	23,672.5	26,838.3
Pasivo total	95,950.9	107,907.0	115,373.2
Depósitos totales	77,817.3	86,904.0	94,987.5
En moneda nacional	68,619.3	74,946.8	81,046.2
En moneda extranjera	9,198.0	11,957.2	13,941.3
Crédito externo	10,395.6	13,851.8	13,937.9
Patrimonio computable	7,818.2	9,889.4	12,610.8
Ganancia neta	1,292.5	1,834.3	2,301.6
Capital pagado + reservas	5,472.6	6,569.3	7,186.8

**POBLACIÓN Y NÚMERO DE AGENCIAS BANCARIAS**  
AÑOS: 2005 - 2008

CONCEPTO	2006	2007	2008 <sup>a/</sup>
Población	13,018,759	13,344,770	13,677,815
Número de agencias bancarias	1,377	2,243	2,546

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

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

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

a/ Cifras a preliminares a noviembre

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



**INDICADORES BANCARIOS**  
AÑOS: 2005 - 2008  
- Porcentajes y número -

CONCEPTO	2006	2007	2008 <sup>a/</sup>
Cartera de créditos / activo total	49.5	59.3	58.5
Estructura de la cartera crediticia por tipo de moneda			
Cartera en moneda nacional / cartera total	69.9	67.3	66.3
Cartera en moneda extranjera / cartera total	30.1	32.7	33.7
Cartera vencida y en mora / cartera total	5.4	3.9	2.7
Activos improductivos / activo total	5.6	5.2	4.4
Inversión en valores nacionales / activo total	28.8	20.0	20.7
Depósitos / pasivo total	81.1	80.5	82.3
Depósitos en moneda nacional / depósitos totales	88.2	86.2	85.3
Depósitos en moneda extranjera / depósitos totales	11.8	13.8	14.7
Crédito externo / pasivo total	10.8	12.8	12.1
Crédito externo / cartera total	20.1	19.7	18.4
Solvencia patrimonial			
Patrimonio computable / activos ponderados por riesgo	13.4	13.1	15.3
Rentabilidad (ganancia / capital pagado más reservas)	23.6	27.9	27.5
Bancarización (población / número de agencias bancarias)	9,454	5,950	5,372

a/ Cifras preliminares a noviembre

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