

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-4/2009**



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA, CAMBIARIA Y
CREDITICIA A NOVIEMBRE DE
2009**

GUATEMALA, DICIEMBRE 2009



ÍNDICE
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2009

RESUMEN EJECUTIVO	1
I. CONSIDERACIONES EVALUATIVAS	2
A. MARCO GENERAL	2
B. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL	2
C. INFLACIÓN	5
D. SECTOR REAL	6
E. SECTOR EXTERNO	7
F. SECTOR FINANCIERO	9
G. SECTOR FISCAL	9
H. RESPUESTA DE POLÍTICA	10
II. PANORAMA MACROECONÓMICO	14
A. INTERNACIONAL	14
1. La economía mundial en 2009	14
a) Crecimiento económico y principales indicadores	14
b) Economías avanzadas	16
c) Economías con mercados emergentes y en desarrollo	18
2. Inflación	20
3. Mercados financieros	23
B. INTERNO	24
1. La actividad económica para 2009	24
a) Aspectos generales	24
2. El desempeño del sector externo durante 2009	27
a) Balanza de pagos estimada para 2009	27
b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	30
c) Tipo de cambio nominal	31
3. Finanzas Públicas	38
a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	38
b) Estimación de cierre para diciembre de 2009	41
4. Sistema bancario	42

a)	Captaciones totales	42
b)	Cartera crediticia por tipo de deudor	43
c)	Tasa de interés por tipo de deudor	46
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	50
A.	INFLACIÓN	50
1.	Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de noviembre de 2009	50
2.	Inflación subyacente	56
3.	Inflación importada	57
4.	Inflación en otros países de la región	58
5.	Respuesta de política monetaria	60
B.	PROYECCIÓN ECONÓMICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010	64
C.	PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	65
1.	Diagrama de abanico	65
2.	Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS	66
D.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	68
1.	Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados	68
2.	Expectativas implícitas de inflación	69
E.	TASA DE INTERÉS PARÁMETRO	70
F.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES ÍNDICATIVAS	71
G.	COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	72
1.	Emisión monetaria	72
2.	Base monetaria amplia	74
3.	Medios de pago	75
4.	Crédito bancario al sector privado	76
a)	Tasa de crecimiento interanual	76
5.	Tasa de interés pasiva de paridad	78

H.	TASAS DE INTERÉS	79
	1. Tasa de interés líder de la política monetaria	79
	2. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	80
	a) En moneda nacional	80
	b) En moneda extranjera	81
I.	OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	82
	1. En moneda nacional	82
	a) Por plazo	82
	b) Por fecha de vencimiento	83
IV.	AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO	87
	A. AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL MANUAL DE ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS	87
	B. AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL QUINTO MANUAL DE BALANZA DE PAGOS	87
	C. AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES TRIMESTRALES	88
	D. AVANCES EN LA ELABORACIÓN DE LA MATRIZ DE INSUMO PRODUCTO	88
V.	AVANCES EN EL MARCO ANÁLITICO Y OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	88
	A. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	88
	B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	89
	C. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL (MME)	89
	D. AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	89
VI.	CONCLUSIONES	91
	ANEXOS	93
	ANEXO 1 PRODUCTO INTERNO BRUTO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN	94
	ANEXO 2 COMERCIO EXTERIOR ESTIMADO PARA 2009	100
	ANEXO 3 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA	104
	ANEXO 4 ACUERDO <i>STAND-BY</i> CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	107
	ANEXO 5 ANÁLISIS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA BANCARIO	108

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2009

RESUMEN EJECUTIVO

Luego de que la economía mundial experimentara un deterioro severo en los primeros meses del año, la actividad económica y financiera mundial viene registrando signos de estabilización y, en muchos casos, de mejoría, en buena medida, por los estímulos de política macroeconómica, principalmente fiscales y monetarios, implementados alrededor del mundo, los cuales están mostrando sus efectos positivos en el proceso de reactivación. Sin embargo, esta recuperación aún enfrenta algunos riesgos potenciales. Por un lado, parte importante del crecimiento reciente se debe a la reversión del ciclo de desacumulación de inventarios y al impacto de los estímulos monetarios y fiscales, factores básicamente de carácter temporal que deberían ser sucedidos por una recuperación del consumo (actualmente afectado por el elevado desempleo y el alto nivel de endeudamiento) y de la inversión privada. De otro lado, las condiciones crediticias vienen observando un proceso de normalización más lento en las principales economías desarrolladas debido, entre otros factores, a la incertidumbre respecto al saneamiento de los balances de las instituciones bancarias.

Para América Latina, el impacto de la crisis económica mundial fue sustancial, pero en la mayoría de los países las dificultades fueron superadas de mejor manera que en las crisis anteriores. En ese sentido, las posibilidades de reactivación son más prometedoras en los países que tienen un mayor margen de maniobra en su política económica y aquellos que se están beneficiando de la recuperación de los precios de las materias primas. Por su parte, los países que dependen fuertemente de los flujos de remesas familiares y del turismo podrían recuperarse a un ritmo menor, dado que dependen en gran medida del empleo y el consumo en los Estados Unidos de América.

En el orden interno, aunque el sistema financiero no experimentó un contagio de la crisis financiera internacional, dada su baja exposición externa, el impacto de la crisis global se tradujo en un menor dinamismo de la actividad económica (por la contracción del comercio exterior y de los ingresos de divisas por remesas familiares y por turismo); asimismo, el crédito bancario al sector privado registró una marcada desaceleración y se observó una fuerte caída de la recaudación tributaria. En ese contexto, la aplicación de una política fiscal disciplinada moderadamente anticíclica y de una política monetaria prudente (con un objetivo explícito de inflación y un tipo de cambio flexible), facilitaron un ajuste ordenado de la economía ante los choques externos, permitiendo mantener la estabilidad macroeconómica.

En ese sentido, se estima que en 2009 la actividad económica registre una tasa de crecimiento de 0.6%; los pronósticos de inflación indican que ésta se situaría a finales de año en 0.13% (por debajo de la meta prevista para 2009); el déficit en cuenta corriente sería de 1.0% del producto interno bruto, como resultado de las variaciones esperadas en las exportaciones, importaciones e ingreso de remesas familiares (-8.5%, -21.0% y -10.5%, respectivamente); el monto de reservas internacionales netas registrarían un aumento de US\$550.0 millones; el déficit fiscal se prevé que sea 3.4% del producto interno bruto; y, el crédito bancario al sector privado mostraría una tasa de variación interanual de 2.4%.

En síntesis, la ejecución de la política monetaria se desarrolló en un escenario complejo en el que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental, para el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, lo que contribuyó a la suscripción de un Acuerdo *Stand-By* con el FMI, al mantenimiento de las calificaciones de riesgo soberano por parte de las principales agencias y a una reducción sustancial de la inflación observada y de las expectativas inflacionarias.



I. CONSIDERACIONES EVALUATIVAS

A. MARCO GENERAL

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

Desde 2005, la política monetaria en Guatemala se sustenta en el esquema de metas explícitas de inflación, el cual se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de dicha política y se consolida con la vigencia de un sistema de tipo de cambio nominal flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

B. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009 se ha ejecutado en el contexto de un escenario internacional complejo, caracterizado por la recesión de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos de América, de la Zona del Euro y de Japón (las cuales comenzaron a dar señales de recuperación en el segundo trimestre del año, a pesar de los elevados niveles de desempleo), así como por una desaceleración económica generalizada en América Latina, un menor nivel de confianza en los mercados financieros internacionales, un nivel bajo de apetito por riesgo y una marcada volatilidad de los referidos mercados; sin embargo, la confianza de los consumidores y empresas se está restableciendo y los estímulos fiscales y monetarios implementados alrededor del mundo están mostrando sus efectos positivos en el proceso de reactivación.

En ese sentido, los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica mundial se profundizaron hasta el primer trimestre de 2009 y a partir del segundo trimestre, como se indicó, se observa una ligera recuperación, lo que se evidencia en el comportamiento de la actividad económica que han registrado los principales países industrializados, tanto en el segundo como en el tercer trimestres de 2009 (Estados Unidos de América, -6.4%, -0.7% y 2.8%, en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente; Zona del Euro, -10.0%, -0.7% y 1.5% en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, en su orden; y, Japón, -11.9%, 2.7% y 1.3% en el primero, segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente). En relación con la sostenibilidad del proceso de recuperación de las economías avanzadas, existe la preocupación de que tal proceso se esté fundamentando en los estímulos de las políticas monetarias y fiscales, así como en el ciclo de reabastecimiento de inventarios, más que en una recuperación de la demanda



privada, en cuyo caso la mencionada recuperación podría ralentizarse o, incluso, revertirse al agotarse las posibilidades de mantener los estímulos monetarios o fiscales. Una de las dificultades más importantes que obstaculizan la reactivación de la demanda privada en los países avanzados es el alto nivel de endeudamiento de los hogares y de las empresas en esos países.

Los efectos de la crisis también fueron apreciables en la evolución del comercio internacional. En efecto, el volumen de comercio mundial observó variaciones interanuales negativas importantes a partir del segundo semestre de 2008 y en el primero de 2009 (registrando a septiembre una caída de -11.1%, pero inferior a la registrada en mayo cuando se ubicó en -19.4%).¹ En el caso de América Latina, la reducción en el volumen de comercio internacional ha sido aún más pronunciada (-17.2%)². Se espera que el volumen de comercio mundial en 2009 sea menor en -11.9% al de 2008³. No obstante, es importante mencionar que los gobiernos, principalmente del Grupo de los 20 (G-20)⁴, se han comprometido a mantener regímenes abiertos de comercio e inversiones y han dado muestras de su capacidad de resistir a las presiones proteccionistas internas, aspecto que contribuyó a hacer menos intensa la crisis.

Adicionalmente, el desempleo se ha incrementado apreciablemente en muchas de las economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos de América, la tasa de desempleo llegó a una cifra de dos dígitos, ubicándose en 10.0% en noviembre de 2009⁵.

Las condiciones financieras internacionales permitieron apreciar un proceso de normalización de los principales mercados de valores en el mundo. Los márgenes que reflejan la percepción del riesgo de crédito (como, por ejemplo, el *TED Spread*), que alcanzaron niveles sumamente elevados en el último trimestre de 2008, se redujeron durante el primer semestre de 2009 y alcanzaron niveles históricamente bajos en el segundo semestre de dicho año. Los principales índices accionarios también han mostrado una recuperación sustancial a partir del segundo trimestre de 2009. Este resultado se asocia en medida importante a las acciones extraordinarias de política monetaria que las economías avanzadas implementaron para enfrentar la crisis financiera y dotar de abundante liquidez a los mercados. Las primas por riesgo de los países emergentes también han vuelto a niveles semejantes a los que prevalecían antes de la crisis, luego de haberse incrementado marcadamente por efecto de ésta, como lo evidencian el índice EMBI Global y los márgenes que reflejan el riesgo de la deuda soberana de varios países emergentes (por ejemplo, México, Brasil, Perú, Chile y Colombia). No obstante lo anterior, los intermediarios financieros (particularmente los bancos) en las economías avanzadas se encuentran todavía patrimonialmente débiles en general, situación que dificulta el apoyo que tales entidades pueden brindar al proceso de recuperación económica y que contribuye a explicar el hecho de que

¹ Oficina de Análisis Económico de Holanda, World-Trade Monitor. Noviembre 2009.

² Oficina de Análisis Económico de Holanda, World-Trade Monitor. Noviembre 2009.

³ Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre 2009.

⁴ El Grupo de los 20 (G-20) está integrado por los países siguientes: Alemania, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Rusia, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, República Popular China, India, Indonesia, México, República de Corea, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea.

⁵ De hecho, la tasa de desempleo para la población hispana en dicho país alcanzó la cifra de 12.7% en noviembre de 2009.



el crédito bancario al sector privado ha mostrado tasas de variación negativas, en numerosos países, en 2009.

Por su parte, los precios internacionales del petróleo y de sus derivados, del maíz, del trigo y de otras materias primas han mostrado en 2009 niveles sustancialmente más bajos que los que alcanzaron en 2008, aunque su tendencia ha sido, en general, alcista a partir de marzo de 2009. En ese contexto, el comportamiento de los precios del petróleo y de otras materias primas ha sido una fuente de incertidumbre para la perspectiva inflacionaria y para la de recuperación económica, en la economía mundial.

En cuanto a la inflación, ésta será considerablemente menor en 2009 que en 2008, tanto en economías avanzadas como en las economías en desarrollo, reflejando los efectos de la reducción en los precios de las materias primas y los niveles deprimidos de las demandas agregadas. De hecho, en varias economías se han observado variaciones interanuales negativas en los índices de precios y en algunas de ellas (como Japón) se proyecta que 2009 concluirá con inflación negativa. A pesar de ello, las expectativas inflacionarias en las economías desarrolladas han tendido a estabilizarse, mientras que en las economías de América Latina comienzan a evidenciar un aumento para el próximo año.

Las tasas de interés de política monetaria en los países desarrollados, las cuales mostraron reducciones sustanciales en 2008, sobre todo en el último trimestre, en 2009 permanecieron, en general, invariables en niveles históricamente bajos (en algunos casos cercanos a cero), como parte del apoyo de la política monetaria a la normalización de los mercados financieros y al proceso de recuperación económica. En los países emergentes, las tasas de interés de política monetaria observaron reducciones importantes en el primer semestre de 2009, en tanto que, en el segundo semestre, han tendido a mantenerse estables. En efecto, en la mayoría de países, el proceso de reducción de la tasa de interés de política monetaria parece haberse detenido, debido al resurgimiento de potenciales presiones inflacionarias o a que el nivel de dicha tasa se ha aproximado a cero. Sin embargo, los bancos centrales también han aplicado medidas de política monetaria no convencionales como parte de los estímulos monetarios para enfrentar la crisis y apoyar la recuperación económica.

En materia de política fiscal, los países avanzados han aplicado políticas expansivas anticíclicas, tendientes a incrementar el gasto público o reducir la recaudación tributaria, mediante medidas discrecionales, más allá de la reacción de los estabilizadores automáticos de las finanzas públicas⁶. El acceso que estos países tienen al financiamiento en los mercados financieros les ha permitido registrar déficit fiscales excepcionalmente cuantiosos. En el caso de los países emergentes y en desarrollo, muchos de ellos también han aplicado políticas fiscales expansivas anticíclicas, apoyándose para el efecto, en algunos casos, en los recursos acumulados como

⁶ Los estabilizadores automáticos de las finanzas públicas son los mecanismos de incremento del gasto público y de reducción de la recaudación tributaria que operan por sí solos en la fase contractiva del ciclo económico, sin necesidad de la adopción de medidas discrecionales de política fiscal.

consecuencia de los ingresos extraordinarios derivados de los altos precios de sus productos de exportación en años previos y, en otros, en la posibilidad de acceder a financiamiento del déficit fiscal por tener niveles de deuda pública relativamente bajos y condiciones macroeconómicas estables y sólidas. Los países que no han tenido estas posibilidades, se han visto forzados a recortar el gasto público, en respuesta a la reducción en la recaudación tributaria, implementando, de hecho, políticas fiscales procíclicas.

C. INFLACIÓN

La marcada reducción de los precios de las materias primas a partir del segundo semestre de 2008, aunada a la desaceleración económica que debilitó la demanda agregada externa e interna y la disminución de las presiones inflacionarias, incidieron en que el ritmo inflacionario disminuyera de 9.40% en diciembre de 2008 a -0.61% en noviembre de 2009, ubicándose por debajo del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual). Cabe indicar que en el año se observaron tasas negativas de variación interanual del índice de precios al consumidor en cuatro meses de 2009 (julio, agosto, octubre y noviembre)⁷.

En cuanto a las proyecciones de cierre de inflación para 2009, el promedio de las proyecciones de los dos métodos econométricos utilizados indica un ritmo inflacionario de 0.13% y un ritmo inflacionario subyacente de 1.08%, mientras que el cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural realizado en noviembre pronostica un ritmo inflacionario total de 0.98%, todos por debajo del margen de tolerancia de la referida meta de inflación (4.5%).

Con relación a las expectativas de inflación para 2009, del Panel de Analistas Privados, la encuesta efectuada en noviembre apunta a un ritmo inflacionario de 1.05%, mostrando una reducción significativa respecto de la encuesta efectuada en enero de 2009, en la que el referido panel proyectó un ritmo inflacionario de 7.75%.

La inflación importada, luego de alcanzar un máximo de 5.84 puntos porcentuales de la inflación total en junio de 2008, a noviembre de 2009 dicha relación bajó a 1.51 puntos porcentuales, de los cuales 0.37 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 1.14 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta, lo que evidencia la reversión tanto de la dirección como de los efectos de los choques externos.

⁷ Esta serie de variaciones interanuales negativas no debe interpretarse en el sentido que el país esté en presencia de un proceso deflacionario, puesto que se considera que tales variaciones negativas no reflejan un proceso generalizado y sostenido de reducciones de precios. En particular, en noviembre de 2009, el 69.27% de los gastos básicos, que integran el índice de precios al consumidor, registró incrementos interanuales de precios ese mes, de manera que la reducción de precios no ha sido un fenómeno generalizado. Adicionalmente, debido a que el comportamiento esperado de los precios de las materias primas y el proceso de recuperación económica, tanto de la economía mundial como de la nacional, se estima que ocurran moderadas presiones inflacionarias en 2010, de manera que en ese año se espera observar tasas inflacionarias positivas.

D. SECTOR REAL

Desde 2004, la actividad económica nacional había venido registrando un crecimiento sostenido y en 2007 se observó la tasa de crecimiento más alta de la presente década (6.3%). Sin embargo, debido a la desaceleración económica que se experimentó en las economías de los principales socios comerciales del país en 2008, asociada a la crisis financiera global, que incidió en el deterioro de las expectativas de los agentes económicos nacionales, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del país se situó en 3.3% en el referido año. Dicha crisis internacional se prolongó durante 2009, propiciando que la economía mundial entrara en un proceso de recesión, provocando un mayor deterioro en varios indicadores macroeconómicos de los socios comerciales del país, en particular, una fuerte caída del comercio mundial durante el primer semestre de 2009. Esto último afectó la economía nacional ya que la caída del comercio internacional generó una reducción de la demanda de exportaciones, menores remesas familiares y disminución del turismo. No obstante, a partir del segundo semestre de 2009 se mejoraron levemente las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas, dando indicios de que la recesión mundial pareciera estar finalizando, aunque existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación podría ser lento, sobre todo si se toman en cuenta los elevados niveles de desempleo, la debilidad del canal crediticio y la reducción gradual prevista de los estímulos fiscales.

En ese contexto, se estima que para 2009 la actividad económica nacional, medida por el PIB, en términos reales, registre un crecimiento de 0.6%, inferior a la tasa de crecimiento observada en 2008 (3.3%). El modesto desempeño de la actividad real del país en 2009 se deriva de la debilidad de la demanda agregada, la cual se hace manifiesta, como se indicó, en el comportamiento de algunos indicadores: las tasas de variación negativas de la exportaciones y, sobre todo, de las importaciones; las reducciones en los flujos netos de remesas familiares y de capital privado; la reducción en la recaudación tributaria; la reducción en la tasa de variación del crédito bancario al sector privado; la estimación de una brecha del producto negativa; y los niveles históricamente bajos de la tasa de inflación.

Sin embargo, este resultado en la actividad económica nacional es alentador, en un entorno en el cual numerosos países esperan registrar tasas negativas de crecimiento económico en este año. Comparada con otras economías de la región centroamericana, la economía guatemalteca tiene un componente doméstico mayor, lo que la hace menos dependiente del comercio exterior y del efecto en la contracción de remesas familiares, rubros que fueron fuertemente afectados por la crisis económica internacional. Asimismo, otros factores que han coadyuvado a mitigar, en alguna medida, el impacto de la crisis económica mundial son: la diversificación de las exportaciones (de destinos y de productos), la cual ha reducido la alta dependencia de un solo mercado como el de los Estados Unidos de América; el hecho de que el sistema financiero guatemalteco manifestó una



baja exposición externa, al no contar con inversiones en valores extranjeros (especialmente los denominados “activos tóxicos”); la flexibilidad del tipo de cambio nominal, la cual permitió un ajuste ante los choques externos; y, la política fiscal moderadamente anticíclica, que se reflejó no solo en un impulso a la demanda agregada interna, sino que también permitió compensar la reducción en los flujos de capital privado del exterior mediante la contratación de empréstitos en el exterior.

Desde el punto de vista de la generación del PIB por el origen de la producción de los cuatro principales sectores que, conjuntamente, representaron el 60% del PIB en 2008, tres de ellos (*Industrias manufactureras, Servicios privados y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*)⁸ se espera que registren crecimiento real positivo en 2009, en tanto que sólo uno (*Comercio al por mayor y menor*) se espera que muestre crecimiento negativo. Sin embargo, las mayores tasas de crecimiento en 2009 se estarían observando en los sectores *Administración pública y defensa, Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares y Transporte, almacenamiento y comunicaciones*. Este comportamiento favorable concuerda con el hecho de que la tendencia-ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica dejó de caer en 2009 y, por el contrario, ha mostrado una tendencia levemente positiva.

E. SECTOR EXTERNO

El comportamiento del sector externo en 2009 se caracterizó por la reducción importante del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, la acumulación de reservas monetarias internacionales netas y la depreciación observada del tipo de cambio nominal.

La reducción del déficit en cuenta corriente obedece principalmente a la fuerte disminución en el valor de las importaciones (-21.0% respecto de 2008), superior a la reducción en los flujos de exportaciones (-8.5%) y de remesas familiares (-10.5%). El déficit en cuenta corriente sería de alrededor de 1.0% de PIB en 2009 (4.5% en 2008). Este resultado, históricamente bajo puede atribuirse a los efectos de la crisis económica internacional.

En cuanto a las reservas monetarias internacionales netas, éstas se incrementaron en US\$452.2 millones al 30 de noviembre de 2009, ubicándose en US\$ 5,111.0 millones al 30 de noviembre de dicho año. Tal incremento obedeció principalmente a la asignación de Derechos Especiales de Giro que efectuara el Fondo Monetario Internacional en los meses de agosto y septiembre, al ingreso neto de flujos de capital del sector público y a los rendimientos de las referidas reservas.

En relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto del dólar estadounidense, al 30 de noviembre de 2009, este registró una depreciación acumulada de 6.78%, pasando de Q7.782 a Q8.319 por US\$1.00 y una interanual de 8.42%. Se identifican cuatro etapas en el comportamiento del tipo de cambio nominal en 2009. La primera en el primer trimestre de 2009, período en el que

⁸ En el caso de la agricultura, contribuiría a este resultado el hecho de que los precios de algunos de los principales productos tradicionales de exportación han evolucionado favorablemente para el país en 2009.



registró una depreciación de 4.21%, explicada principalmente por el aumento de activos externos netos de los bancos del sistema como consecuencia de los pagos de líneas de crédito con sus corresponsales del exterior ante las restricciones crediticias provocadas por la crisis financiera internacional. La segunda etapa abarca del 1 de abril al 15 de julio, episodio en el que el tipo de cambio registró un comportamiento relativamente estable y en el que tendieron a normalizarse los flujos derivados de líneas de crédito bancarias con el exterior. La tercera etapa comprende del 16 de julio al 14 de octubre, período en el que el tipo de cambio registró una depreciación de 2.49%, comportamiento que fue reflejo, por un lado, de menores ingresos de capital privado y de factores estacionales y, por otro lado, de los efectos parcialmente compensatorios de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la venta de US\$245.7 millones. La cuarta etapa abarca del 15 de octubre al 30 de noviembre, período en el que el tipo de cambio registró una apreciación de 0.50%, comportamiento acorde con la estacionalidad de esta variable.

Las expectativas de los agentes económicos habrían incidido, en alguna medida, en el comportamiento del tipo de cambio nominal en 2009. Las expectativas de depreciación de la moneda nacional respecto del dólar estadounidense tomaron relevancia luego de la intensificación de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, por la incertidumbre, principalmente, con relación a los flujos de crédito provenientes del exterior, exacerbándose en ciertos episodios de 2009 en los que se ha observado mayor volatilidad cambiaria. El efecto de tales expectativas se evidencia en forma moderada por el cambio en la preferencia de los agentes económicos por depósitos en moneda extranjera en los bancos del sistema; que pasaron de representar 16.3% de los depósitos totales el 31 de diciembre de 2008 a 18.6% el 26 de noviembre de 2009.

Cabe mencionar que, en los episodios de mayor volatilidad, el Banco de Guatemala participó en el mercado cambiario. El monto total vendido, al 30 de noviembre de 2009, ascendió a US\$341.0 millones (US\$67.5 millones en marzo, US\$9.9 millones en julio, US\$112.6 millones en agosto, US\$98.5 millones en septiembre, US\$32.8 millones en octubre y US\$19.7 millones en noviembre). Si bien en Guatemala el esquema cambiario es flexible, es decir, que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario, el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario de conformidad con una regla de participación que se basa en criterios objetivos y transparentes y que tiene la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. En adición, la Junta Monetaria, tomando en consideración la incertidumbre y volatilidad que prevalecía en los mercados financieros internacionales, aprobó en resolución JM-22-2009, del 25 de febrero de 2009, facultar al Banco de Guatemala a participar, de forma excepcional, en el mercado cambiario para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal.

En un régimen de metas explícitas de inflación, el tipo de cambio debe ser flexible para que sus variaciones faciliten a la economía la absorción de choques externos y para que la autoridad monetaria concentre su atención en la consecución de la meta de inflación, la cual se constituye en



el ancla nominal de la política monetaria, sin perseguir activamente una trayectoria o un nivel específicos para el tipo de cambio. En ese sentido, la flexibilidad del régimen cambiario permite a una economía pequeña y abierta adaptarse de mejor manera al entorno externo y compatibilizar sus precios internos con el equilibrio de la balanza de pagos, a pesar de las posibles rigideces nominales de algunos de sus precios y salarios.

Cabe indicar que en el corto plazo, el efecto inflacionario de la depreciación cambiaria es limitado, debido a que la demanda agregada está deprimida y las empresas no pueden trasladar plenamente los incrementos en los costos de los insumos importados, lo cual, en la coyuntura actual, resulta ser positivo para la economía nacional, dado que dicha depreciación ha permitido mejorar la competitividad del país, sin tener un impacto significativo en la inflación. Sin embargo, es importante tener presente que, en el mediano plazo, el denominado efecto traspaso puede ejercer presiones inflacionarias relevantes.

F. SECTOR FINANCIERO

El sector financiero guatemalteco resistió los efectos de la crisis económica y financiera internacional, manteniendo niveles adecuados de liquidez y solvencia. Para ello contribuyó, de manera importante, el hecho de que las entidades del sistema no estuviesen contaminadas con la tenencia de activos que perdieron valor de manera sustancial en los mercados internacionales (denominados “activos tóxicos”). Adicionalmente, cabe mencionar los niveles adecuados de capitalización que, en general, tenían los bancos del sistema antes de la crisis. Por otro lado, las medidas implementadas por el Banco Central para dotar de liquidez al mercado, durante el último trimestre de 2008 y los primeros meses de 2009, coadyuvaron a mantener la confianza en el sistema mientras la crisis financiera internacional manifestaba mayor intensidad.

A noviembre de 2009, los bancos guatemaltecos han incrementado sus captaciones en 9.3%, pero el crédito bancario al sector privado sólo se ha incrementado en 2.8%, derivado de la mayor restricción de oferta crediticia causada por un menor apetito por riesgo (tanto de riesgo de liquidez, a raíz de la incertidumbre prevaleciente como consecuencia de la crisis financiera internacional, como de riesgo de crédito, por la desaceleración del crecimiento económico interno) y de la menor demanda de crédito que refleja la debilidad de la demanda agregada, en general y a la sustancial reducción en los flujos de comercio exterior, en particular. De esa cuenta, los bancos del sistema han canalizado recursos a la reducción del saldo de préstamos provenientes de líneas de crédito del exterior, así como a la inversión de Bonos del Tesoro y a la constitución de depósitos a corto plazo en el Banco de Guatemala.

G. SECTOR FISCAL

Ante los efectos que sobre la economía nacional tuvo la crisis económica internacional, la política fiscal en 2009 adoptó una postura moderadamente anticíclica, la cual se refleja en el hecho

de que el déficit fiscal representará un porcentaje del PIB (3.4%) históricamente alto y, complementariamente, el gasto público (acumulado de enero a noviembre) tuvo un incremento interanual de 9.7%, en tanto que los ingresos tributarios (también acumulados de enero a noviembre) registraron una variación interanual de -5.8%.

Durante los años previos a la crisis, varios países latinoamericanos se beneficiaron del alto precio de las materias primas que les generaron ingresos tributarios extraordinarios y superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos, permitiéndoles acumular recursos externos susceptibles de financiar una postura fiscal fuertemente anticíclica en 2009. Por el contrario, los países de Centroamérica, al ser importadores netos de las referidas materias primas, no les permitió la citada acumulación, los déficit en cuenta corriente se incrementaron y los términos de intercambio se deterioraron. En el caso de Guatemala, se planteó una postura fiscal moderadamente anticíclica cuyo financiamiento se basó en un incremento del endeudamiento público, el cual fue posible por el marco de estabilidad macroeconómica que ha caracterizado al país y por el nivel relativamente bajo de la deuda pública.

H. RESPUESTA DE POLÍTICA

La reducción observada en el ritmo inflacionario en 2009, ante la desaceleración de la demanda agregada que se derivó de la crisis económica internacional, generó un espacio para la implementación de una política monetaria flexible, espacio que fue cubierto dentro de un marco de prudencia y de gradualidad con el propósito de no crear distorsiones en otros precios macroeconómicos, como la tasa de interés y el tipo de cambio nominal. Adicionalmente, la política monetaria atendió los requerimientos especiales de liquidez que se derivaron de la mencionada crisis internacional, promovió el fortalecimiento de la posición externa del país y buscó moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia. A continuación se resumen los aspectos más relevantes relativos al desempeño de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009.

- **Consecución de la meta de inflación**

La Junta Monetaria, adopta sus decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria, sustentada en análisis integrales del balance de riesgos de inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con fundamento en dichos análisis, las decisiones adoptadas entre enero y noviembre de 2009, consideraron los aspectos siguientes: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la disminución en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo que incidió en la marcada desaceleración de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera internacional que ha deteriorado las expectativas de crecimiento

económico mundial para 2009. Con esa base, la Junta Monetaria redujo la tasa de interés líder, en enero a 7.00%, en febrero a 6.50%, en marzo a 6.25%, en abril a 5.75%, en junio a 5.25%, en julio a 4.75%, en septiembre a 4.50%, mientras que en octubre y en noviembre la mantuvo invariable, lo que representó una disminución acumulada de 275 puntos básicos. Dichas reducciones, si bien coadyuvan a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los hogares y a las empresas, se transmiten con ciertos rezagos a las tasas de interés bancarias y, a noviembre de 2009, la disminución en la tasa de interés activa promedio ponderado en moneda nacional era de 18 puntos básicos⁹.

Es importante enfatizar que, si bien los niveles históricamente bajos de inflación observados en 2009 podrían haber sugerido la conveniencia de aplicar una política monetaria más agresiva, mediante reducciones de mayor magnitud en la tasa de interés líder de política monetaria, la Junta Monetaria consideró pertinente aplicar disminuciones prudentes y graduales en la misma. Tal decisión obedeció a la necesidad percibida de anclar las expectativas de inflación en niveles compatibles con la meta para dicha variable, en un horizonte de mediano plazo. Cabe indicar que, dada la debilidad del mecanismo de transmisión de la política monetaria en Guatemala¹⁰, una acelerada y drástica reducción de la tasa de interés líder de política monetaria no habría conseguido incrementar apreciablemente el crédito bancario al sector privado y, más bien, podría haber introducido distorsiones que amenazaran la estabilidad financiera o la estabilidad cambiaria de la economía. En primer lugar, variaciones drásticas en la tasa de interés líder de política monetaria pueden incidir en la determinación de otros precios macroeconómicos, como el tipo de cambio nominal; dado que una trayectoria de reducciones más drásticas en dicha tasa, por ejemplo, podría haber generado volatilidad cambiaria adicional, causando mayores participaciones cambiarias del Banco Central (de conformidad con la regla de participación vigente) y comprometiendo la consistencia entre la política monetaria y la política cambiaria. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que, aún en aquellos países en donde las reducciones fueron más intensas, llevando en algunos casos su nivel a casi 0%, no se logró reactivar el crédito bancario al sector privado, debido al hecho de que la demanda de crédito ha sido débil durante el año, como también lo ha sido el apetito por riesgo de los bancos en general.

- **Dotación de liquidez al mercado**

La intensificación de la crisis financiera internacional a partir del cuarto trimestre de 2008, incidió en la restricción de las condiciones crediticias a nivel mundial, afectando la disponibilidad y el costo de las líneas de crédito del exterior, obligando a las entidades bancarias a mantener mayor disponibilidad de recursos líquidos, limitando la disponibilidad para atender sus operaciones

⁹ Datos ajustados.

¹⁰ En ese contexto, es importante enfatizar que, con el propósito de acelerar el proceso de fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, que incluye el fortalecimiento del mercado secundario de valores, el Banco de Guatemala continúa avanzando en la implementación de ciertos ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria.

crediticias. Derivado de lo anterior, la Junta Monetaria dispuso en forma preventiva y temporal, poner a disposición de las entidades bancarias mecanismos como la flexibilización moderada y temporal del cómputo del encaje bancario, en moneda nacional y en moneda extranjera, la inyección de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América, mediante operaciones de reporto; la redención anticipada de Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala; y, operaciones de compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, en poder de los bancos del sistema. Dichas medidas tenían el propósito de dotar a los bancos del sistema de liquidez adicional tanto en moneda nacional como en moneda extranjera a efecto de enfrentar los impactos del deterioro del entorno externo y atender la demanda del crédito de los sectores productivos.

En ese sentido, si bien el resultado de estas medidas, aunado a las reducciones en la tasa de interés líder de la política monetaria, no se tradujeron en un incremento inmediato del crédito bancario al sector privado, sí permitió que el mismo no se redujera drásticamente, por lo que la implementación de tales medidas fue positiva y oportuna. La mayoría de tales mecanismos se mantuvieron vigentes hasta el primer trimestre de 2009 cuando se estabilizaron las condiciones de las líneas de crédito.

- **Fortalecimiento de la posición externa del país**

Durante 2009 los efectos de la coyuntura internacional prevaleciente se han traducido en un menor dinamismo de la actividad económica y en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, así como en caídas en los ingresos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo, por flujos de capital privado, así como en una caída de la recaudación tributaria. A pesar de que el entorno macroeconómico externo, como se indicó, muestra señales incipientes de recuperación, es previsible que la región y el país continúen absorbiendo, aunque en menor magnitud, los choques externos, dado que todavía existen márgenes de incertidumbre.

La política macroeconómica disciplinada del país, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario, como medida preventiva frente a la incertidumbre prevaleciente desde septiembre de 2008, en cuanto a la intensidad y duración de la crisis financiera internacional, hacía aconsejable contar con recursos contingentes. En ese sentido, la autoridad económica, en el marco del Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), requirió el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) mediante un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio. El Directorio del FMI aprobó, en marzo de 2009, un acuerdo que permite al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes en Derechos Especiales de Giro (DEG), por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones, para apoyo de Balanza de Pagos. Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron tanto a junio como a septiembre y, según el comunicado más reciente de dicho organismo, la evolución macroeconómica del país,



en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a mitigar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica. Al respecto, vale la pena destacar que el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, le permitió al país que las agencias calificadoras de riesgo soberano *Fitch Ratings*, *Moody's* y *Standard & Poor's*, mantuvieran en 2009 tanto sus calificaciones como las perspectivas para el riesgo soberano de Guatemala.

En síntesis, la ejecución de la política monetaria se desarrolló, por una parte, en un entorno externo complejo, caracterizado por la reducción de los flujos de capital privado, de la demanda externa, de las remesas familiares, de los precios de las materias primas e insumos y, por la otra, en un escenario en el que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal, ha sido fundamental, para la estabilidad macroeconómica¹¹, ello contribuyó a la suscripción de un Acuerdo *Stand-By* con el FMI y a una reducción sustancial de la inflación observada y de las expectativas inflacionarias. En efecto, la inflación desde abril de 2009 se situó por debajo del límite inferior de la meta y los pronósticos y proyecciones para finales de año indican que la inflación se situaría en un valor inferior al 1.0%. Lo anterior abrió el espacio para reducir el nivel de la tasa de interés líder en 275 puntos básicos e incrementar los niveles de liquidez del sistema bancario. Esta política monetaria más flexible fue complementada por una política fiscal moderadamente anticíclica implementada por el Gobierno Central, lográndose mantener la estabilidad macroeconómica en el país a pesar de la crisis.

¹¹ El rol que ha tenido la coordinación de las políticas monetaria y fiscal, cada una dentro de sus ámbitos de competencia, ha sido fundamental para evitar distorsiones en otros precios macroeconómicos, por ejemplo, como la tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación.

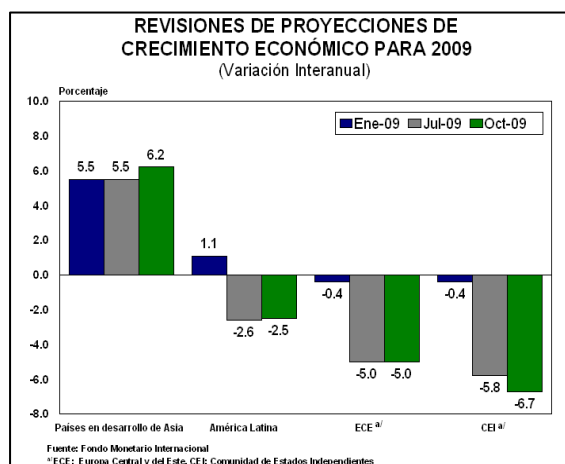
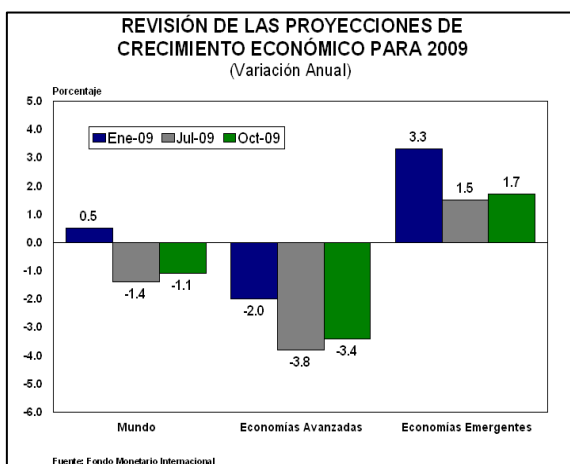
II. PANORAMA MACROECONÓMICO

A. INTERNACIONAL

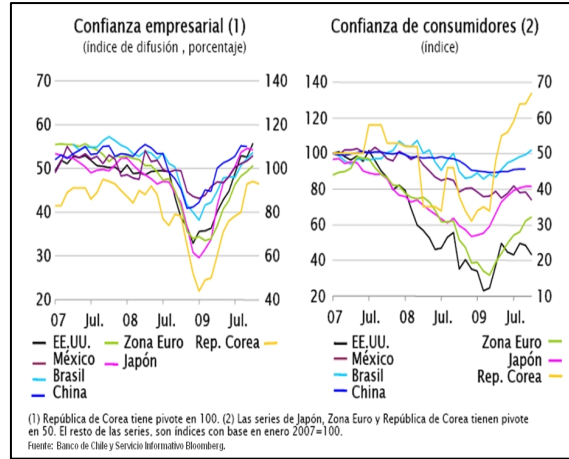
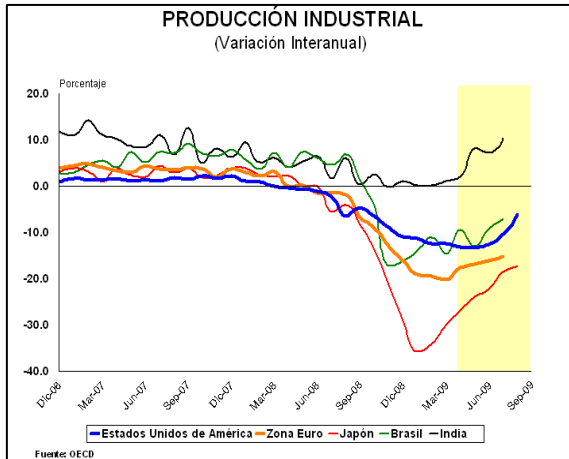
1. La economía mundial en 2009

a) Crecimiento económico y principales indicadores

De acuerdo con estimaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹², se prevé una reducción de 1.1% del crecimiento económico mundial en 2009, que contrasta con el crecimiento de 3.0% en 2008. En el segundo trimestre de 2009, en la mayor parte de países, tanto desarrollados como con economías con mercados emergentes, finalizó la profundización de la recesión y en algunos casos se observó crecimiento respecto del trimestre previo, lo que se observa en los principales indicadores de producción industrial y de confianza de consumidores y de empresas. Esta leve mejora en la tasa de crecimiento económico mundial se asocia a los signos de recuperación que comenzaron a registrar los mercados financieros a nivel mundial, luego del deterioro que experimentaron el año anterior y que se prolongó durante los primeros meses del presente año, aspecto que también se ha evidenciado, como se indicó, en otros indicadores económicos como la confianza de los consumidores y de los empresarios en las principales economías desarrolladas del mundo.

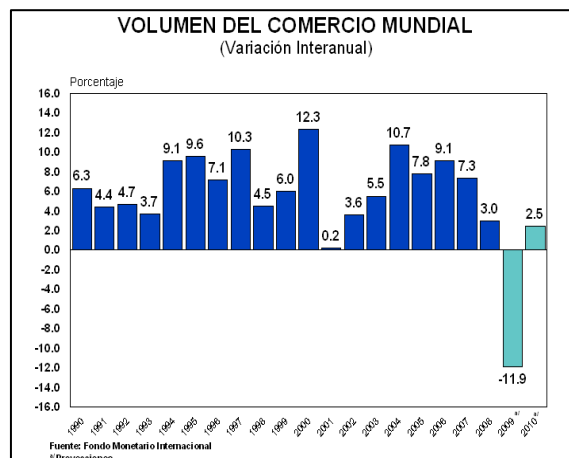
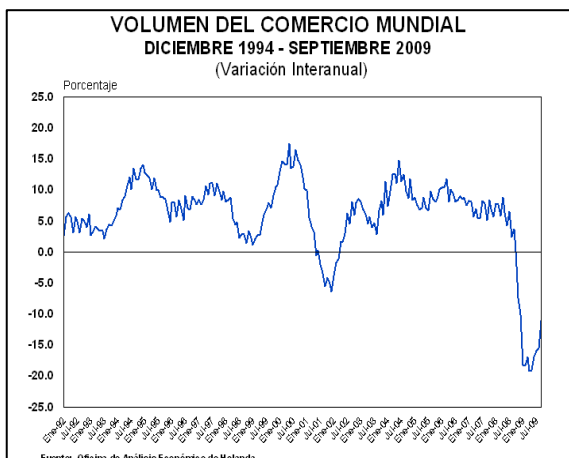


¹² FMI. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre 2009.



Otra serie de factores han apoyado esta mejora en las perspectivas de crecimiento. En primer lugar, el significativo estímulo monetario (mediante reducciones en las tasas de interés política y la implementación de otras medidas no convencionales) y el fuerte impulso fiscal aplicado no sólo por las principales economías desarrolladas, sino también por un grupo importante de economías emergentes. En segundo lugar, al repunte en el sector manufacturero, el cual está asociado a un cambio en el ciclo de inventarios.

En cuanto al comercio mundial, éste ha comenzado a mostrar incipientes signos de recuperación, aunque continúa mostrando variaciones negativas en términos interanuales. En efecto, el intercambio mundial de mercancías registró a septiembre una caída de 11.1%, inferior a la registrada a mayo (19.4%). Las últimas estimaciones apuntan a que, para finales de 2009, el comercio mundial disminuirá en torno al 12.0%, la mayor disminución observada desde la Segunda Guerra Mundial, aunque para 2010 se espera una ligera recuperación de alrededor del 2.5%, como resultado de la recuperación de la economía mundial. No obstante, es importante mencionar que los gobiernos (principalmente del G-20) se han comprometido a mantener regímenes abiertos de comercio e inversiones y han dado muestras de su capacidad de resistir a las presiones proteccionistas internas, lo cual podría coadyuvar a una recuperación económica sostenida.



En ese contexto, aun cuando se presenta una mejor perspectiva en el escenario económico mundial, aún persisten riesgos que condicionarían una recuperación sostenida en el mediano plazo, tal es el caso de la demora en la normalización del canal crediticio, el cual a pesar de las medidas de políticas fiscal y monetarias implementadas, aún no se ha restablecido y no se prevé una fuerte recuperación en el corto plazo, lo que podría convertirse en una limitante a la inversión. Se estima que las condiciones crediticias continúen siendo restrictivas en las principales economías, debido, principalmente, a la debilidad que aún presentan los balances de diversas instituciones financieras, a la elevada carga de la deuda del sector privado y a la fragilidad del mercado de trabajo.

Otro riesgo latente sobre la sostenibilidad del crecimiento económico, es que éste se contraiga o se estanque cuando los estímulos de política económica, principalmente fiscales, se retiren. En esa perspectiva, en las discusiones en el seno del Grupo de los 20 (G-20) se logró un amplio consenso acerca de la decisión de no apresurar la reversión de las políticas anticíclicas, dada la incertidumbre respecto de la fortaleza de la recuperación económica; por lo tanto, se consideró que la clave para el retiro de las mismas estaría determinado por la recuperación del canal crediticio.

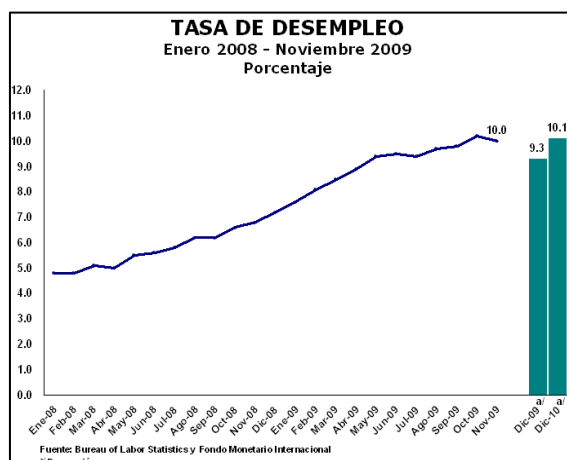
b) Economías avanzadas

La actividad económica de los Estados Unidos de América ha empezado a mostrar señales de estabilización. Sin embargo, aunque el desempeño de la economía estadounidense en el segundo y tercer trimestres del presente año ha sido positivo, el FMI proyecta una contracción de 2.7% para 2009 (crecimiento de 0.4% en 2008), debido a la caída prevista tanto de la demanda interna como de la externa.

En el transcurso del tercer trimestre del año, la actividad económica mejoró significativamente. Al respecto, la producción industrial a septiembre había acumulado tres meses consecutivos de alzas, registrando una variación interanual de -5.9%, luego de haber alcanzado su valor mínimo en junio (-13.3%). Por su parte, el indicador de actividad económica que elabora el *Institute for Supply Management* (ISM), que mide las expectativas de los productores del sector manufacturero y que se considera un índice anticipado de la producción industrial, se posicionó desde agosto en la zona de expansión; es decir, por encima de los 50 puntos. Esta mejora en la producción industrial responde a la dinámica propia del ciclo de inventarios. En efecto, durante el período de mayor profundidad de la crisis económica se observó una caída del consumo real, inferior a la registrada en la producción industrial, dando lugar a una desacumulación de inventarios. Por lo tanto, la mejora de las ventas minoristas incentivaría el proceso de recomposición de inventarios e impulsaría gradualmente la producción industrial.

En ese contexto, el desempleo continuaría al alza. En efecto, la tasa de desempleo se ubicó en 10.0% en noviembre de 2009, una de las más altas en los últimos 26 años. Para fin de

año se proyecta que la tasa de desocupación alcance un nivel de 9.3%, mientras que para 2010 se prevé una tasa de 10.1%. La continuidad en la fragilidad del mercado de trabajo ha tenido efectos negativos tanto en el consumo de las familias como en la normalización del mercado de crédito.



La actividad económica de la Zona del Euro, en el tercer trimestre del año mostró un crecimiento de 1.5%, menor al esperado (2.2%). Sin embargo, las últimas estimaciones realizadas por el FMI proyectan para finales de año una caída de 4.2% (crecimiento de 0.7% en 2008). El FMI señala que si bien la desaceleración de la actividad económica se ha detenido, es probable que durante los próximos trimestres se observe una débil recuperación, debido a la fragilidad del sector financiero y a la debilidad tanto del mercado de vivienda como del mercado laboral. Si bien la reducción del empleo había sido moderada, se proyecta que en 2009 la tasa de desempleo se ubicará cercana al 10.0% (7.6% en 2008).

La economía japonesa, luego de cuatro trimestres consecutivos de caída en la actividad económica, registró un crecimiento a partir del segundo trimestre ubicándose en 2.7% y en el tercer trimestre del año éste alcanzó 1.3%, menor al esperado (2.8%). No obstante, las últimas proyecciones del FMI apuntan a que la actividad económica para finales de 2009 se contraerá en 5.4%, una de las mayores caídas previstas para los países industrializados, la cual se explicaría, fundamentalmente, por el fuerte impacto de la crisis internacional en el canal comercial, dado el grado de apertura de esta economía.

Por su parte, la actividad industrial medida por el Nomura/JMMA *Purchasing Managers Index* (PMI) de Japón, cayó por segunda vez en nueve meses, de 54.3 en octubre a 52.3 en noviembre. Sin embargo, dicho índice continúa en zona de expansión; es decir arriba de los 50 puntos, lo que sugiere que dicha actividad continúa en el sendero de la recuperación, aunque de manera lenta. El comportamiento en el índice de producción manufacturera estuvo asociado al reabastecimiento global de inventarios, que generó un aumento de las exportaciones industriales. Cabe indicar que la sostenibilidad de la recuperación de esta economía dependerá de la fortaleza de la demanda externa.

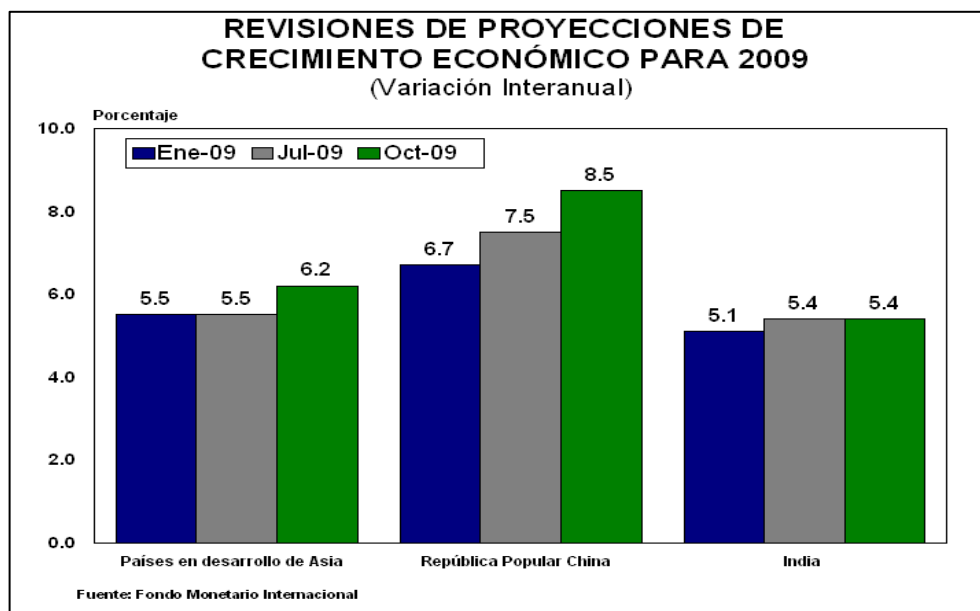
c) Economías con mercados emergentes y en desarrollo

Las economías con mercados emergentes y en desarrollo, particularmente las de Asia, han mostrando un buen desempeño y se estima que continuarían siendo las impulsoras del crecimiento mundial, toda vez que se han visto más favorecidas por el leve repunte de los precios de las materias primas, por el menor deterioro del comercio internacional, por la evolución de los mercados financieros y por las políticas de estímulo implementadas por los gobiernos. Sin embargo, los resultados son variados entre regiones; por ejemplo, las economías de los países en desarrollo de Asia y de América Latina muestran una mayor recuperación, mientras que las de Europa Central y del Este se encuentran rezagadas, reflejando el fuerte impacto de la crisis tanto por el canal comercial como por el canal financiero. En particular, el impacto de la crisis financiera internacional continúa afectando la actividad económica de los países de Europa Central y del Este, los cuales continúan en un escenario recesivo que anticipa una caída de la actividad económica para este año de 5.0% (crecimiento de 3.0% en 2008).

i) Países en desarrollo de Asia

En lo que respecta a los países en desarrollo de Asia, éstos continuarían presentando variaciones positivas de la producción, lo que anticipa un crecimiento de 6.2% en 2009 (7.6% en 2008), impulsado, principalmente, por la República Popular China e India.

Al respecto, el FMI estima que la economía de la República Popular China crecerá a una tasa de 8.5% en 2009, incentivada, principalmente, por la implementación de los planes de impulso fiscal y monetario utilizados para afrontar la crisis. Dicha economía ha jugado un papel central en mitigar el deterioro de la actividad mundial, como principal demandante de materias primas, aunque su mayor impacto se ha generado en Asia, donde participa de manera activa en el comercio intrarregional, contribuyendo a que esta región sea una de las primeras en empezar a emerger de la crisis. Existe consenso en que la economía de la República Popular China no recuperará el dinamismo de los años de la pre-crisis, hasta que no exista una recuperación significativa de la demanda mundial.

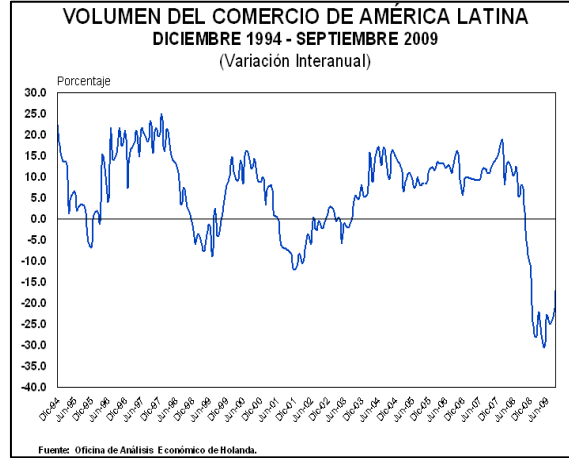
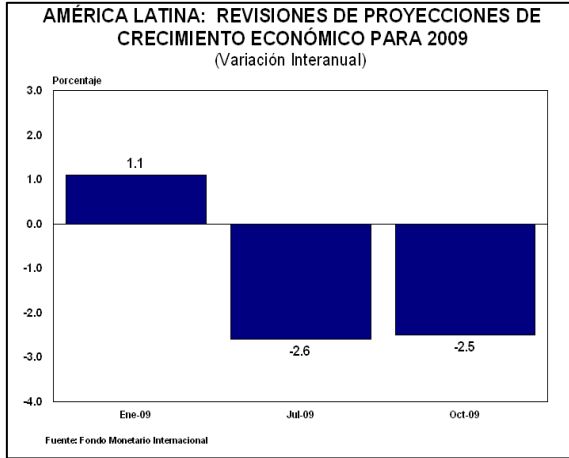


ii) América Latina

En cuanto a América Latina y el Caribe, esta región se ha desempeñado relativamente mejor en la crisis reciente respecto de crisis anteriores. Esa mejora puede atribuirse al diseño e implementación de políticas económicas sólidas y creíbles, lo cual redujo las vulnerabilidades bancarias, externas y fiscales, lo que permitió que algunos países de la región implementaran políticas monetarias y fiscales anticíclicas.

Este mejor desempeño se evidencia en el hecho de que las proyecciones de crecimiento económico para América Latina, realizadas por el Fondo Monetario Internacional en octubre del presente año, fueron revisadas al alza respecto a las publicadas en julio de 2009. En este sentido, la región registraría una caída de 2.5% en la actividad económica, mientras que se proyecta una recuperación de 2.9% en 2010.

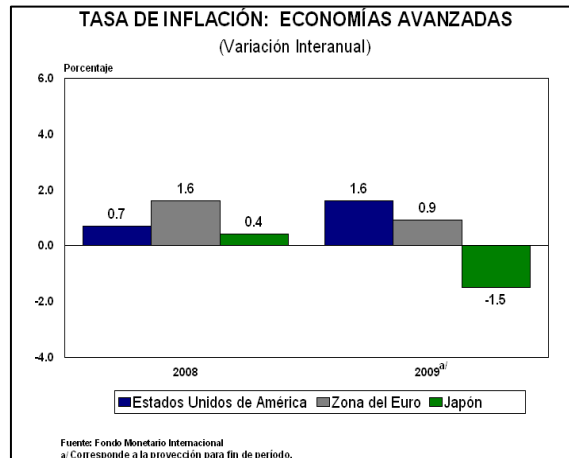
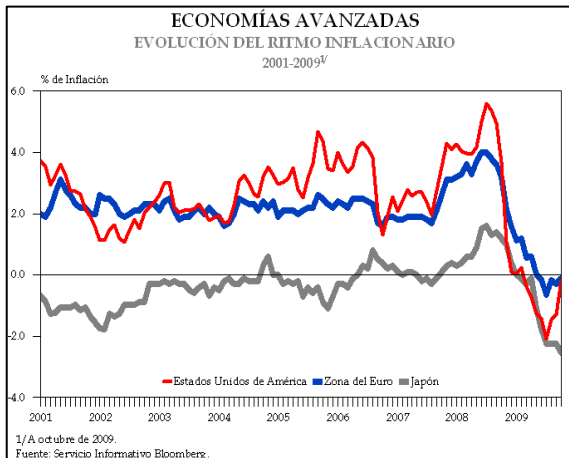
Los volúmenes de comercio internacional de América Latina comenzaron a mostrar un menor deterioro a partir de junio de 2009. El saldo comercial de la región a septiembre de 2009 aún permanece positivo, a pesar del fuerte descenso en el comercio mundial, debido a una mayor caída de las importaciones (-17.2%) con relación a las exportaciones (-3.7%). A esto se agrega la gradual recuperación de los precios de las materias primas, aspecto que está incidiendo positivamente en los términos de intercambio de algunas de estas economías que son exportadoras netas de estos productos.



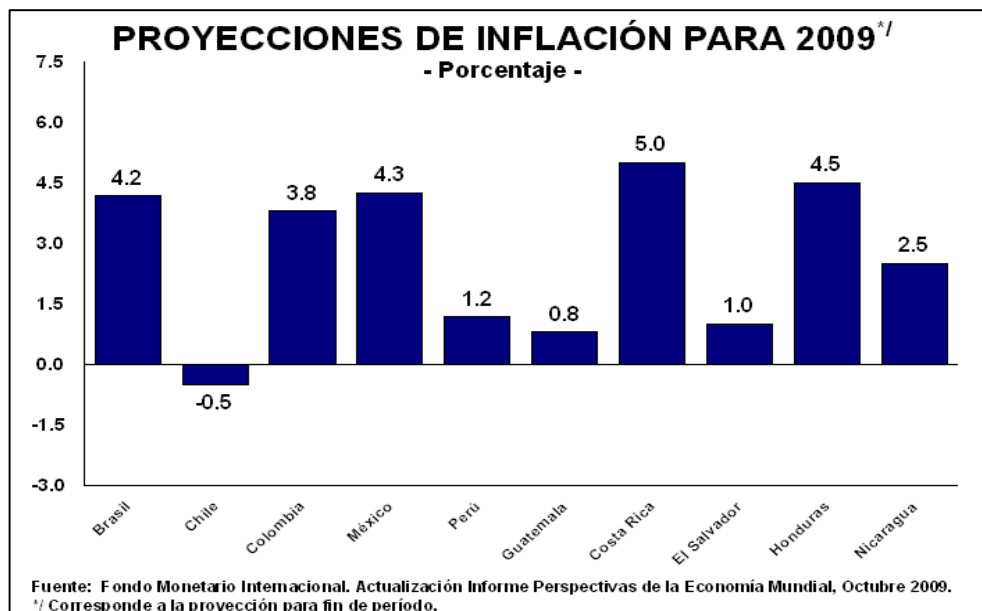
2. Inflación

Las presiones inflacionarias a nivel mundial disminuyeron considerablemente en 2009, como reflejo de la falta de dinamismo de la actividad económica y de la reducción de los precios internacionales de las materias primas e insumos, respecto de 2008.

La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles bajos durante 2009 y las expectativas de inflación han permanecido contenidas. Las estimaciones del FMI indican que la inflación en las economías avanzadas se situará en tasas cercanas a cero en 2009, fenómeno que no se observaba en la historia económica reciente, excepto en Japón.



Las presiones inflacionarias en América Latina durante 2009 han sido leves, asociadas, principalmente, a la falta de dinamismo de la actividad económica y al descenso que registraron respecto de 2008, los precios de las materias primas, especialmente, el petróleo y sus derivados, el maíz y el trigo. Al respecto, el FMI proyecta una caída de la inflación al pasar de 7.9% en 2008 a 6.1% en 2009. Para las economías con metas de inflación y de la región centroamericana, dicho organismo, estima que la inflación oscilará entre -0.5% y 5.0%. Vale la pena resaltar que las estimaciones realizadas por el FMI, no consideran los resultados de inflación obtenidos en octubre y en noviembre de 2009.



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

	2008	2009 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	3.0	-1.1
Economías avanzadas	0.6	-3.4
Estados Unidos de América	0.4	-2.7
Zona del euro	0.7	-4.2
Japón	-0.7	-5.4
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	6.0	1.7
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	7.6	6.2
República Popular China	9.0	8.5
India	7.3	5.4
África	5.2	1.7
Oriente Medio	5.4	2.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.2	-2.5
Argentina	6.8	-2.5
Brasil	5.1	-0.7
Chile	3.2	-1.7
México	1.3	-7.3
Perú	9.8	1.5
Colombia	2.5	-0.3
Europa Central y del Este	3.0	-5.0
Comunidad de Estados Independientes	5.5	-6.7
INFLACIÓN^{2/}		
Economías avanzadas	1.6	0.7
Estados Unidos de América	0.7	1.6
Zona del euro	1.6	0.9
Japón	0.4	-1.5
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	8.2	5.1
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	5.9	3.5
República Popular China	2.8	0.8
India	9.7	8.9
África	11.7	6.7
Oriente Medio	13.7	6.8
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	8.1	5.1
Argentina	7.2	5.0
Brasil	5.9	4.2
Chile	7.6	-0.5
México	6.5	4.3
Perú	6.7	1.2
Colombia	7.7	3.8
Europa Central y del Este	6.7	4.3
Comunidad de Estados Independientes	14.0	10.7

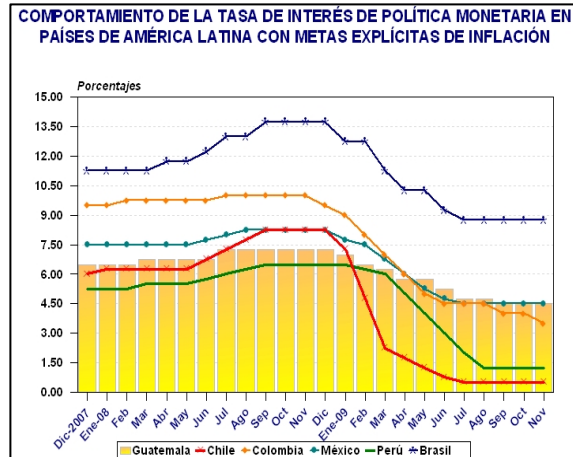
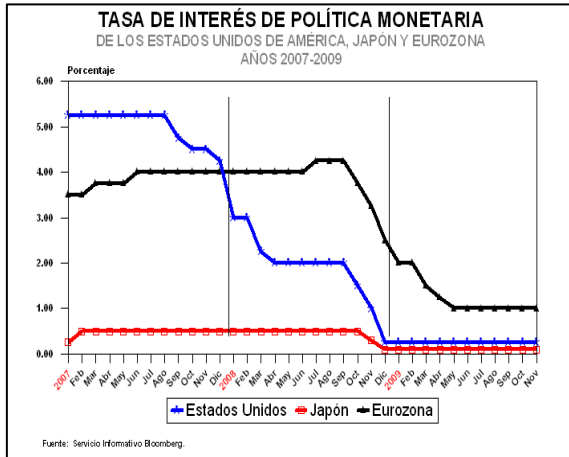
^{py/} Cifras proyectadas

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

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

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

Dado que en la mayoría de países los riesgos inflacionarios se mantuvieron contenidos en el presente año, las autoridades monetarias de la mayoría de los bancos centrales a nivel mundial aprovecharon los espacios para aplicar políticas anticíclicas, mediante reducciones de las tasas de interés, apoyo a sus sistemas financieros y medidas no convencionales.

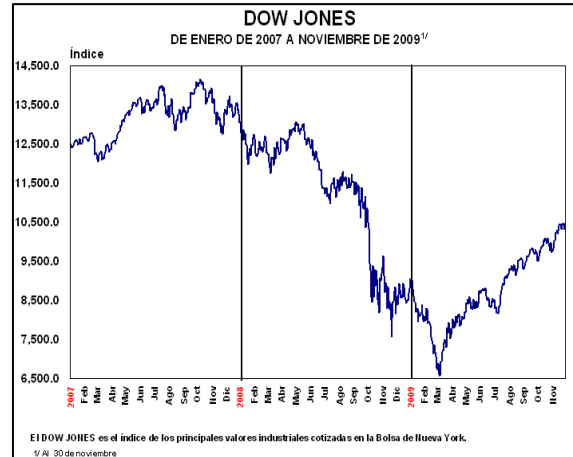
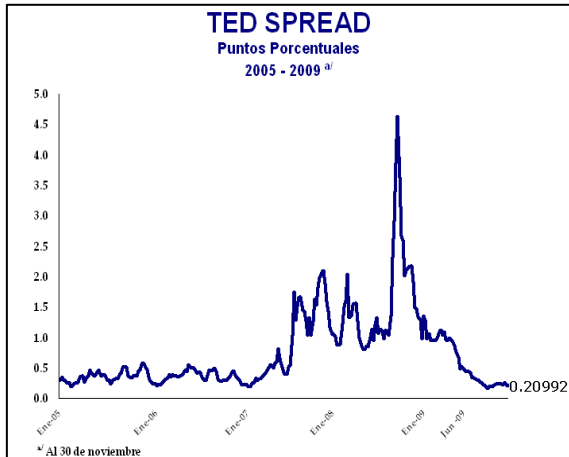


No obstante lo anterior, cabe indicar que existe el riesgo de que un repunte en los precios internacionales de las materias primas e insumos pueda incidir en nuevas presiones inflacionarias a nivel mundial, aunque en menor magnitud que las experimentadas en 2008.

3. Mercados Financieros

En lo que va de 2009, los mercados financieros se han recuperado significativamente de los efectos negativos generados por la crisis global. En efecto, el mercado de dinero se ha estabilizado rápidamente, apoyado en las importantes inyecciones de liquidez de los bancos centrales, como lo muestra el indicador del *TED Spread* (que mide el diferencial entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (LIBOR a 3 meses) y de las letras del Tesoro de los Estados Unidos de América al mismo plazo), el cual ha retornado a los niveles previos a la crisis.

De igual manera, la mejora en las condiciones financieras, el mayor apetito por riesgo y los mejores resultados en los balances del sector corporativo de los mercados desarrollados, así como la recuperación de los precios de los *commodities*, en el caso de los países con mercados emergentes, han contribuido a la recuperación de las bolsas de valores mundiales a partir de marzo de 2009.



B. INTERNO

1. La actividad económica para 2009¹³

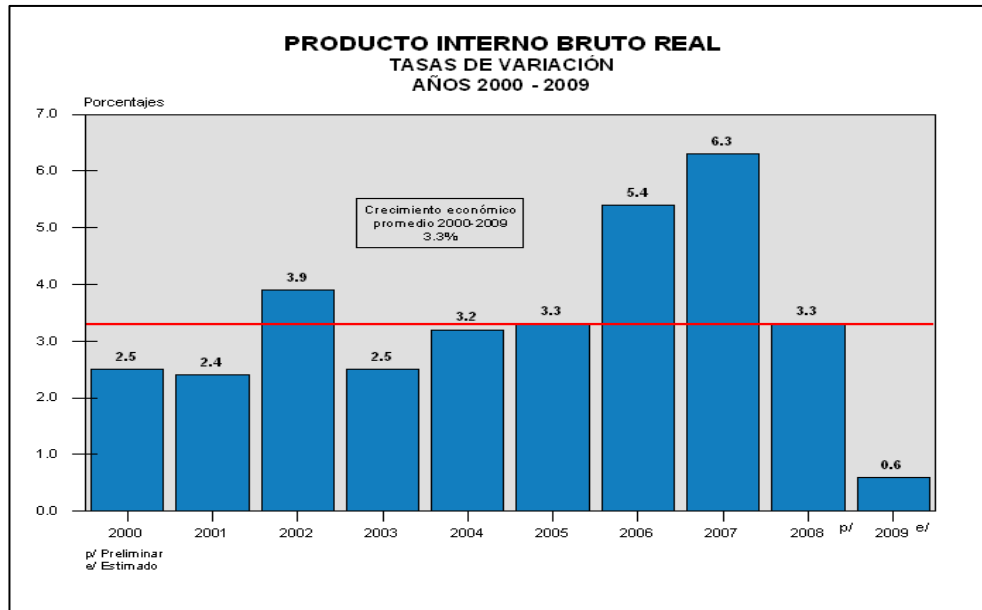
a) Aspectos generales

Desde 2004, la actividad económica nacional ha venido registrando un crecimiento sostenido y en 2007 se observó la tasa de crecimiento más alta de la presente década (6.3%); sin embargo, debido a la desaceleración económica que se experimentó en las economías de los principales socios comerciales del país en 2008, asociada a la crisis financiera global, que incidió en el deterioro de las expectativas de los agentes económicos nacionales, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del país se redujo a 3.3% en el referido año. Dicha crisis se prolongó durante 2009, propiciando que la economía mundial entrara en un proceso de recesión, provocando un mayor deterioro en varios indicadores macroeconómicos de los referidos socios comerciales del país, en particular, durante el primer semestre de 2009. No obstante, a partir del segundo semestre de 2009 se mejoraron levemente las perspectivas de estabilización en los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas, dando indicios de que la recesión mundial pareciera estar finalizando, aunque existe el consenso por parte de los organismos financieros internacionales de que el proceso de recuperación podría ser lento, sobre todo si se toma en cuenta los elevados niveles de desempleo, la debilidad del canal crediticio y la reducción gradual prevista de los estímulos fiscales.

En ese contexto, se estima que para 2009 la actividad económica nacional, medida por el PIB, en términos reales, registre un crecimiento de 0.6%, inferior a la tasa de crecimiento observada en 2008 (3.3%). El modesto desempeño de la actividad real del país en 2009 se deriva de la debilidad de la demanda agregada, la cual se hace manifiesta en el comportamiento de algunos indicadores: las tasas de variación negativas de la exportaciones y, sobre todo, de las importaciones; las reducciones en los flujos netos de remesas familiares y de capital privado; la reducción en la recaudación tributaria; la reducción en la tasa de variación del crédito bancario al

¹³ Un análisis por ramas de actividad se presenta en Anexo 1.

sector privado; la estimación de una brecha del producto negativa; y los niveles históricamente bajos de la tasa de inflación.



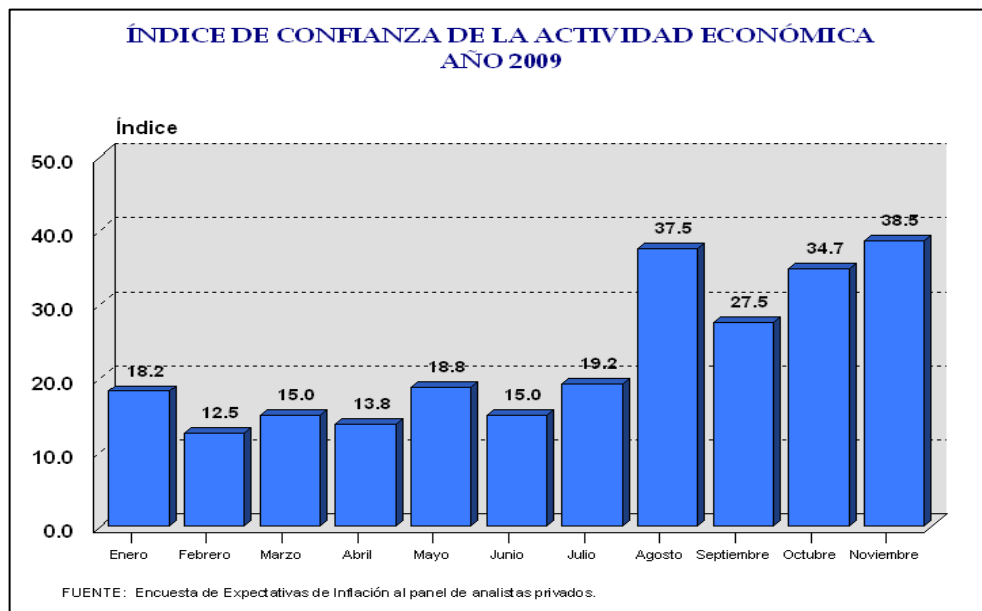
En la estimación de la tasa de crecimiento económico para 2009 se han tomado en cuenta tanto factores de naturaleza externa como interna.

En el orden externo se consideraron los aspectos siguientes: a) las perspectivas de crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de los demás socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro); b) el comportamiento del comercio mundial cuyo deterioro empieza a revertirse; c) la caída prevista de las exportaciones e importaciones del país, así como del ingreso de divisas por remesas familiares y turismo; d) la reducción de la inversión extranjera directa a causa de la crisis económica mundial; y, e) la evolución de los precios del petróleo y sus derivados.

En el orden interno se consideraron los aspectos siguientes: a) los resultados definitivos de la encuesta a más de 1,250 empresas productivas; b) el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; c) la reducción de la tasa de inflación; d) el comportamiento del crédito bancario al sector privado; e) la incorporación de información actualizada por parte de las fuentes de información (asociaciones de productores, gremiales y demás entidades públicas y privadas); y, f) la nueva estimación de cierre del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado correspondiente al Ejercicio Fiscal 2009.

En congruencia con la desaceleración de la actividad económica prevista para 2009, los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial¹⁴ llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2009, revelan que, en promedio, el 57.6% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para 2009, porcentaje inferior al de la encuesta realizada en 2008 (61.9%).

Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica, las expectativas del panel de analistas privados obtenidas en la Encuesta de Expectativas de Inflación (EEI)¹⁵, sobre el desempeño de la actividad económica mostraban un escenario conservador de crecimiento durante el periodo comprendido de enero a junio, influenciado, principalmente, por el grado de incertidumbre respecto a la evolución de la actividad económica mundial, lo cual ha impactado en el clima de negocios para las actividades productivas; sin embargo, a partir del tercer trimestre se plantea un escenario ligeramente positivo sobre el desempeño de la economía del país.

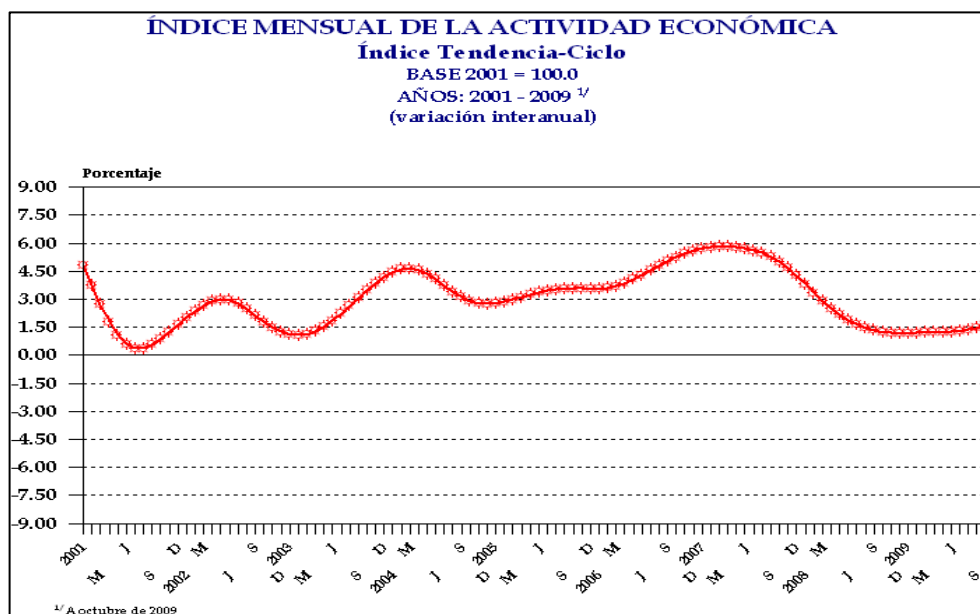


En cuanto a la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), después de haber mostrado un comportamiento ascendente durante el periodo enero de 2005 a abril de 2007, cuando la variación interanual alcanzó el punto máximo (5.80%), éste empezó a desacelerarse hasta ubicarse en 1.23% en mayo de 2009, congruente con las estimaciones de desaceleración de la actividad económica para 2008 y 2009. Sin embargo, a partir de junio de 2009, la tendencia-ciclo del IMAE comenzó a mostrar una señal de que la fase de desaceleración

¹⁴ Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 365 establecimientos, de los cuales el 52.1% son grandes (más de 50 trabajadores), el 18.1% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 29.9% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).

¹⁵ Mide la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación, la cual viene realizando el Banco de Guatemala, mensualmente, desde 2003.

de la economía del país estaría finalizando, al situarse en octubre de 2009 en 1.58%, variación levemente superior a la observada en el mismo mes de 2008 (1.24%).



2. El desempeño del sector externo durante 2009

a) Balanza de pagos estimada para 2009¹⁶

i) Cuenta Corriente

Para 2009 se estima que la Cuenta Corriente de la balanza de pagos muestre un saldo deficitario de US\$355.0 millones, significativamente menor en US\$1,418.1 millones (-80.0%) al registrado el año anterior, equivalente a 1.0% del PIB (4.5% en 2008). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$794.8 millones¹⁷, lo que generaría un incremento de US\$439.8 millones en los *Activos de Reserva* del Banco de Guatemala¹⁸.

El saldo de la Cuenta Corriente sería el resultado de los déficits de la balanza comercial de US\$3,422.3 millones, de la balanza de servicios de US\$298.8 millones y de la renta de US\$990.3 millones; y, del superávit de las transferencias corrientes netas por US\$4,356.4 millones.

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

¹⁷ Incluye errores y omisiones.

¹⁸ El resultado de la balanza de pagos generaría un aumento de las RMIN de US\$550.0 millones, superior en US\$110.2 millones al aumento por transacción de los Activos de Reserva del Banco de Guatemala. Ello es así, porque de conformidad con el MBP5, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones por variaciones en los precios de mercado. En 2009, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de oro por US\$68.6 millones, en tenencia de títulos-valores por US\$33.9 millones y en la tenencia de DEG por US\$7.7 millones.

El saldo de la balanza comercial¹⁹ estaría determinado por la reducción en el valor FOB de las exportaciones de US\$666.6 millones (-8.5%) y en el valor FOB de las importaciones de US\$2,819.0 millones (-21.0%).

Por otro lado, la Balanza de Servicios registraría un saldo deficitario de US\$298.8 millones, monto superior en US\$22.7 millones (8.2%) al registrado el año anterior, explicado por los déficits de US\$691.6 millones en los servicios de transporte, de US\$176.0 millones en los servicios de seguros y de US\$15.2 millones en otros servicios; que superarían ingresos netos de US\$316.2 millones en el rubro de viajes, de US\$187.6 millones en los servicios de comunicación y de US\$80.2 millones en los servicios de gobierno.

Por su parte, la Renta registraría un saldo negativo de US\$990.3 millones, superior en US\$63.7 millones (6.9%) respecto a 2008, asociado al mayor saldo deficitario de la renta de inversión directa.

Con relación a las Transferencias Corrientes Netas, que incluyen las remesas familiares, continuaría siendo superavitarias en US\$4,356.4 millones, aunque menores en 12.9% al superávit de 2008, lo cual se explicaría por la desaceleración en el ingreso de divisas por concepto de remesas familiares.

ii) Cuenta de Capital y Financiera

El superávit de la Cuenta Financiera registraría a diciembre de 2009, como se indicó, un saldo superavitario de US\$794.8 millones, monto menor en US\$1,311.0 millones (-62.3%) al registrado el año anterior, mientras que la cuenta de capital no registraría ningún saldo, al igual que el año anterior, en virtud de que no ingresarían donaciones de capital.

Por su parte, la Cuenta Financiera en el rubro de Inversión Directa registraría US\$534.8 millones, menor en US\$202.6 millones (-27.5%) al registrado en 2008, como resultado de la menor inversión extranjera realizada en el país, la cual alcanzaría un monto de US\$559.3 millones, inferior en US\$194.5 millones (-25.8%) a la observada en 2008. Dicho comportamiento se asociaría, principalmente, al menor flujo de capitales al país, derivado de la crisis financiera internacional, así como a la reducción en la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras con inversiones en el país.

El rubro de Inversión de Cartera en 2009 registraría un superávit de US\$1.1 millones. Este superávit sería resultado de una reducción en la tenencia de títulos de los bancos del sistema y del resto del sector privado, mayor que las amortizaciones de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América con no residentes, realizados por el sector público.

¹⁹ Un detalle de las exportaciones e importaciones por producto se presenta en Anexo 2.



En lo que respecta al rubro de Otra Inversión, éste se situaría con un saldo negativo de US\$394.2 millones, explicado, principalmente, por una reducción en los pasivos externos de los bancos del sistema y del resto del sector privado.

Derivado de las operaciones en la Cuenta Corriente y en la Cuenta de Capital y Financiera de la balanza de pagos, se estima, como se indicó, un aumento en los activos de reserva por un monto de US\$439.8 millones (equivalente a US\$550.0 millones de aumento en las reservas monetarias internacionales).

GUATEMALA: BALANZA DE PAGOS

AÑOS: 2008 - 2009

-En millones de US Dólares-

CONCEPTO	2008	2009 ^{e/}	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
CUENTA CORRIENTE	-1,773.1	-355.0	1,418.1	-80.0
A- BALANZA COMERCIAL	-5,574.7	-3,422.3	2,152.4	-38.6
Exportaciones FOB	7,846.5	7,179.9	-666.6	-8.5
Mercancías Generales	7,746.9	7,119.4	-627.5	-8.1
Principales Productos	1,920.9	1,953.4	32.5	1.7
Otros Productos	5,826.0	5,166.0	-660.0	-11.3
Bienes Adquiridos en Puerto	99.6	60.5	-39.1	-39.3
Importaciones FOB	13,421.2	10,602.2	-2,819.0	-21.0
Mercancías Generales	13,418.6	10,600.7	-2,817.9	-21.0
Bienes Adquiridos en Puerto	2.6	1.5	-1.1	-42.3
B- SERVICIOS	-276.1	-298.8	-22.7	8.2
Créditos	1,873.0	1,555.5	-317.5	-17.0
Débitos	2,149.1	1,854.3	-294.8	-13.7
C- RENTA	-926.6	-990.3	-63.7	6.9
Créditos	544.4	392.6	-151.8	-27.9
Débitos	1,471.0	1,382.9	-88.1	-6.0
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	5,004.3	4,356.4	-647.9	-12.9
Remesas Familiares (Netas)	4,403.3	3,941.3	-462.0	-10.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA ^{*/}	2,105.8	794.8	-1,311.0	-62.3
De los cuales:				
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0
B- CUENTA FINANCIERA	1,254.2	141.7	-1,112.5	-88.7
1- Inversión Directa	737.4	534.8	-202.6	-27.5
En el exterior	-16.4	-24.5	-8.1	49.4
En Guatemala	753.8	559.3	-194.5	-25.8
2- Inversión de Cartera	-32.8	1.1	33.9	-103.4
3- Otra Inversión	549.6	-394.2	-943.8	-171.7
Préstamos del Sector Público	121.8	499.5	377.7	310.1
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	332.7	439.8	107.1	32.2
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)**/	-332.7	-439.8	-107.1	32.2
CUENTA CORRIENTE / PIB	-4.5	-1.0		

^{e/} Cifras estimadas

^{*/} Incluye errores y omisiones

^{**/} De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones por variaciones en los precios de mercado. En 2009, estas variaciones obedecerían a la revalorización estimada en tenencias de oro por US\$68.6 millones, en tenencias de títulos-valores por US\$33.9 millones y en la tenencia de DEG por US\$7.7 millones. Por tanto, el monto equivalente al aumento de RMIN sería de US\$550.0 millones.

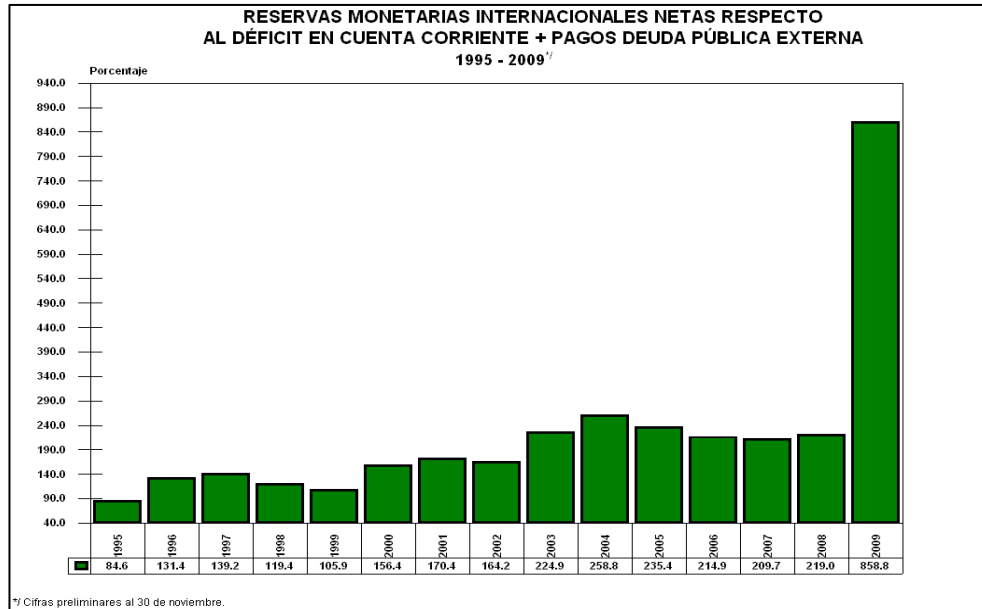
b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 30 de noviembre de 2009, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,111.0 millones, monto mayor en US\$452.2 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2008.

Los ingresos provinieron de desembolsos de préstamos al Sector Público no Financiero por US\$565.3 millones (destacando los siguientes: del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) US\$280.0 millones, de los cuales, US\$150.0 corresponden al “Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas”, US\$100.0 millones al “Programa Inversión en Capital Humano” y US\$30.0 millones al “Programa Mi Escuela Progresas”; y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) US\$200.0 millones correspondientes al “Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional”), mientras que los egresos incluyen amortización de deuda pública externa no bonificada del Sector Público no Financiero por US\$381.7 millones, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$101.9 millones y venta de divisas del Banco Central en el mercado cambiario por US\$341.0 millones.

Adicionalmente, se registraron otros ingresos netos, dentro de los que destacan la asignación de Derechos Especiales de Giro que efectuó el Fondo Monetario Internacional en agosto y septiembre por un monto total equivalente a US\$271.1 millones; los provenientes de inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$183.2 millones (de los cuales US\$142.6 millones corresponde a los rendimientos netos por la inversión de las reservas de cartera, US\$30.2 millones corresponden a valorización neta por variaciones de precios realizadas del portafolio, US\$10.4 millones corresponden a intereses devengados no percibidos); los ingresos derivados de vencimientos de las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera mediante operaciones de reporto con bancos del sistema por US\$92.4 millones; los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por US\$110.2 millones; regalías por explotación de petróleo por US\$50.6 millones y otros ingresos netos por US\$4.1 millones.

Dicho nivel de RMIN, permitiría cubrir 5.4 meses de importaciones (por arriba del estándar internacional de 3 meses) o el equivalente de 8.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año (8.8 veces al 31 de diciembre de 2008) o el equivalente de 8.6 veces la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y las amortizaciones de la deuda pública externa en un año.



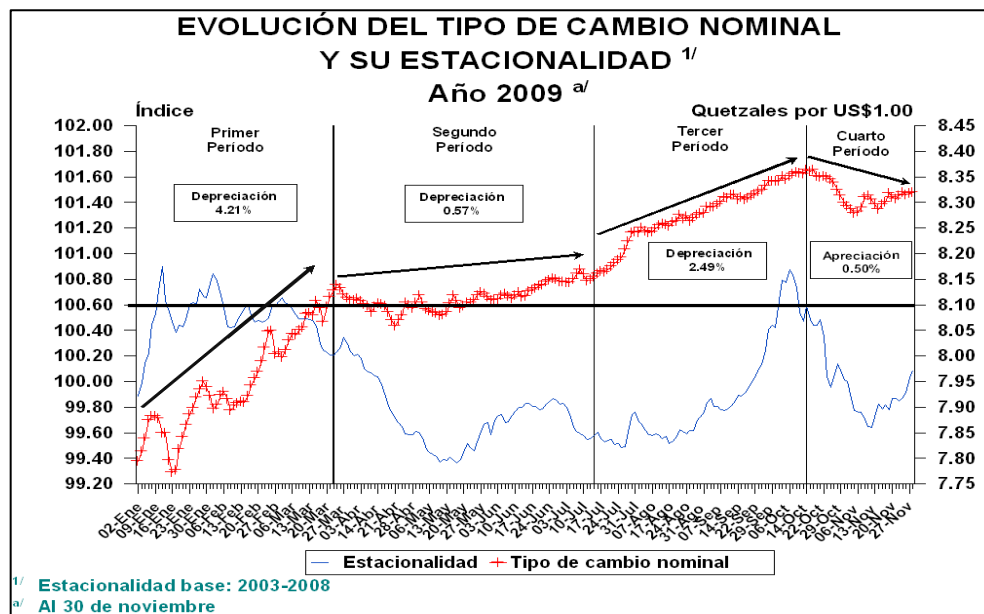
c) Tipo de cambio nominal

i) Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

En Guatemala el esquema cambiario es flexible, por lo que el tipo de cambio nominal se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario para moderar volatilidad sin afectar tendencia. El Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario mediante una regla que se basa en criterios objetivos y transparentes. No obstante, dada la intensificación de la crisis financiera y económica internacional y la incertidumbre que la misma generó con relación a su impacto en los flujos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo y por capital privado, la regla de participación fue complementada mediante resolución JM-22-2009 del 25 de febrero de 2009, disposición que permite al Banco de Guatemala participar discrecionalmente, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas para contrarrestar volatilidad inusual en esta variable. La Junta Monetaria modificó la referida regla de participación en dos ocasiones, mediante resoluciones JM-85-2009, del 2 de septiembre de 2009 y JM-92-2009, del 30 de septiembre de 2009. Cabe mencionar que durante el año, el Banco de Guatemala ha participado en el mercado cambiario vendiendo un monto de US\$341.0 millones (US\$67.5 millones en marzo, US\$9.9 millones en julio, US\$112.6 millones en agosto, US\$98.5 millones en septiembre, US\$32.8 millones en octubre y US\$19.7 millones en noviembre). Lo anterior fue posible por los flujos superavitarios de capital oficial que, además de su objetivo de financiar el déficit fiscal también coadyuvaron a compensar la reducción en los flujos de capital privado.

ii) Comportamiento reciente

En lo que va del presente año, se pueden identificar cuatro etapas en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal respecto del dólar estadounidense. La primera etapa comprende del 31 de diciembre de 2008 al 31 de marzo de 2009, período en el que el tipo de cambio registró una tendencia hacia la depreciación, al pasar de Q7.782 a Q8.110 por US\$1.00, lo que en términos relativos equivale a variación de 4.21%, explicada principalmente por el aumento de activos externos netos de los bancos del sistema como consecuencia de los pagos de líneas de crédito con sus corresponsales del exterior ante las restricciones crediticias provocadas por la crisis financiera internacional. La segunda etapa abarca del 1 de abril al 15 de julio, episodio en el que el tipo de cambio registró un comportamiento estable, pasando de Q8.108 a Q8.155 por US\$1.00, lo que representó una leve depreciación de 0.57%, asociada a la normalización en los flujos derivados de líneas de crédito del exterior. La tercera etapa comprende del 16 de julio al 14 de octubre, período en el que el tipo de cambio registró una depreciación de 2.49%, comportamiento que fue reflejo, por un lado, de menores ingresos de capital privado y de factores estacionales y, por otro lado, de los efectos parcialmente compensatorios de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la venta de US\$245.7 millones. La cuarta etapa abarca del 15 de octubre al 30 de noviembre, período en el que el tipo de cambio registró un cambio hacia la apreciación, pasando de Q8.361 a Q8.319 por US\$1.00, equivalente a una apreciación de 0.50%, congruente con su estacionalidad. Si se examina el comportamiento del tipo de cambio nominal de las cuatro etapas, resulta una depreciación acumulada de 6.78%, mientras que la depreciación interanual es de 8.42%, como se ilustra en la siguiente gráfica.



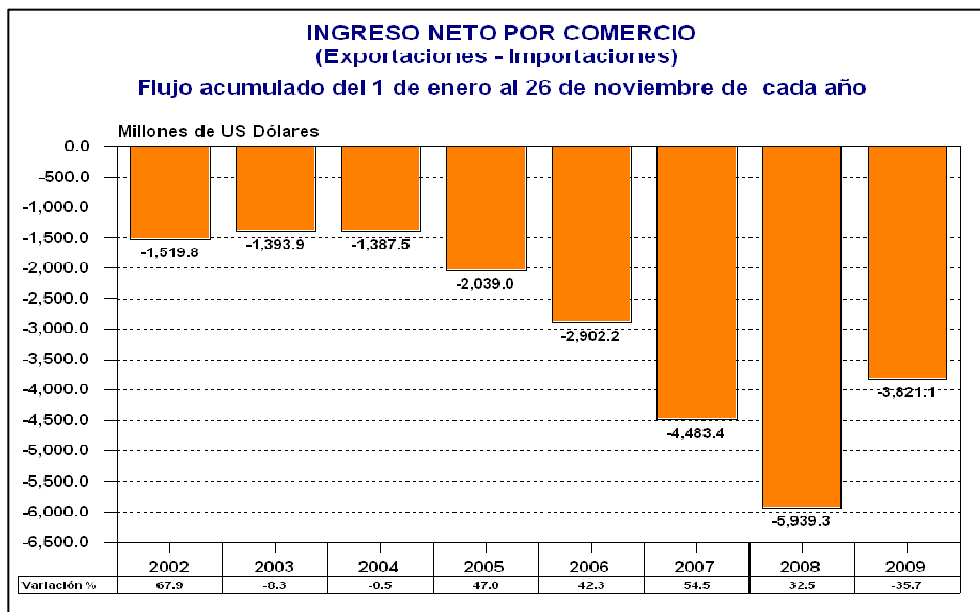
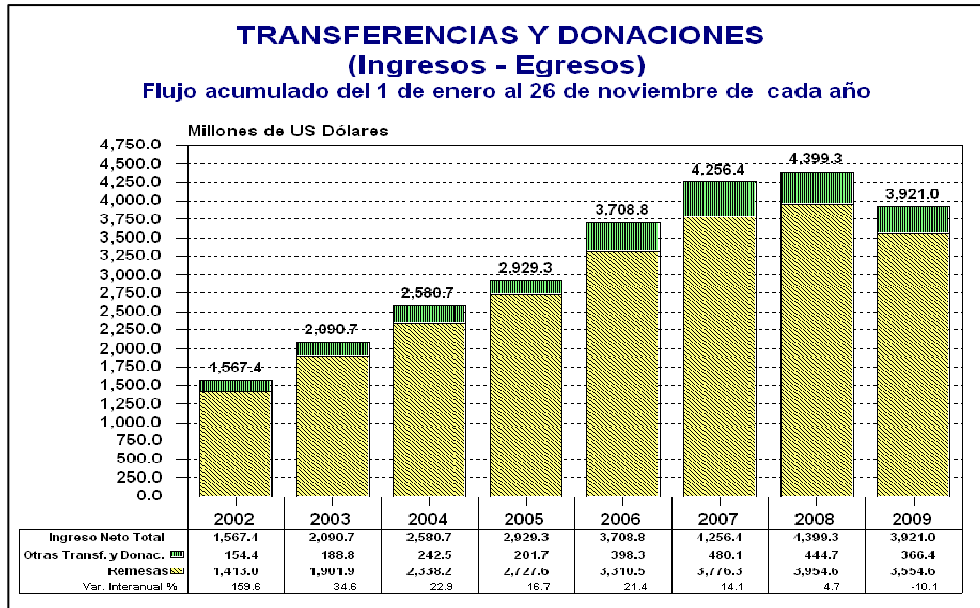
Entre los factores que explican el comportamiento del mercado cambiario destacan: a) la evolución de la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario; b) los niveles de liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera; y, c) las expectativas de los agentes económicos.

- **Oferta y demanda de divisas**

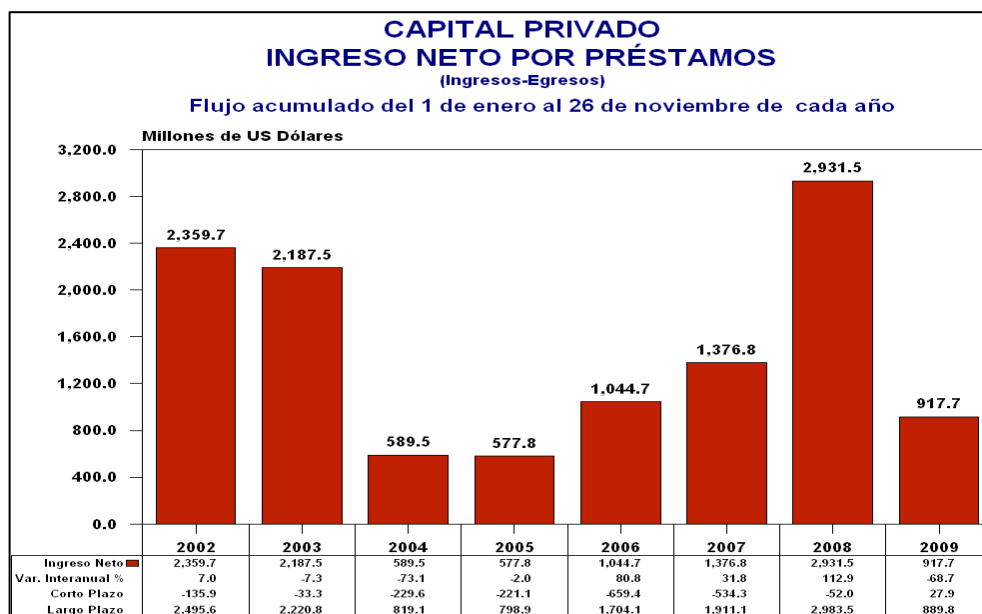
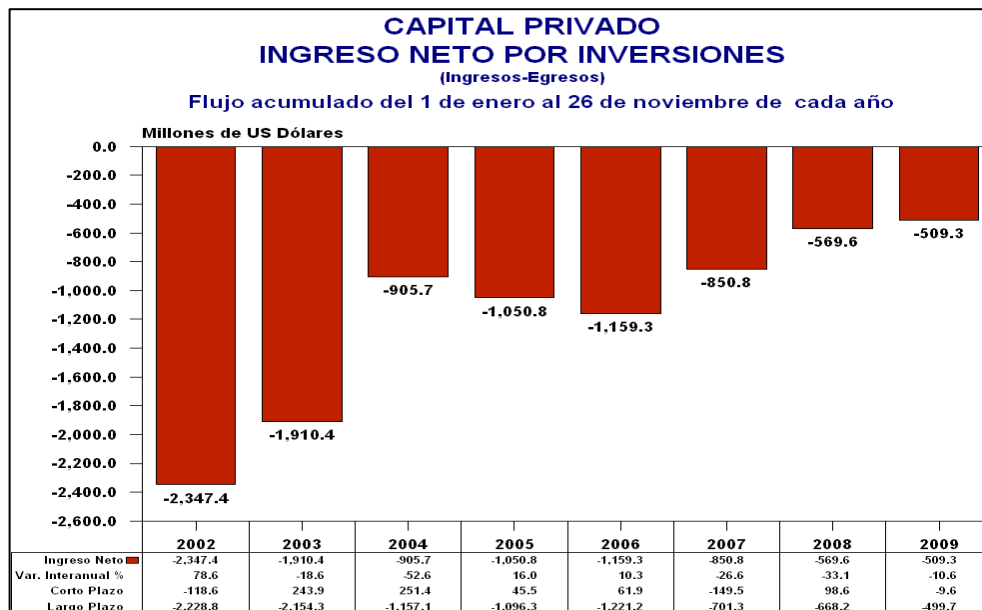
En el transcurso del año la balanza cambiaria total y la balanza cambiaria del sector privado reflejan superávits de US\$1,304.0 millones y US\$681.6 millones, en su orden. Al respecto, es importante destacar que, a pesar de que la balanza cambiaria privada muestra un superávit en 2009, éste es menor en US\$672.4 millones al observado a la misma fecha de 2008 (US\$1,354.0 millones). Por otra parte, el resultado de la cuenta corriente de la balanza cambiaria mejoró significativamente, dado que al 26 de noviembre de 2009, el flujo acumulado de la cuenta corriente registró un superávit de US\$323.8 millones (déficit de US\$958.9 millones a la misma fecha del año anterior), lo anterior se explica por el hecho de que la reducción de los ingresos por exportaciones ha sido más que compensada por la disminución de los egresos por importaciones. Por su parte, el rubro de transferencias corrientes registró una disminución de alrededor del 10.1%, debido a la reducción en el ingreso de divisas por remesas familiares²⁰.

Aun cuando la balanza cambiaria total registra superávit, vale la pena destacar el hecho de que los flujos de capital oficial (mediante el desembolso de empréstitos en el exterior) no tienen efecto sobre el tipo de cambio, dado que el Ministerio de Finanzas Públicas los vende al Banco de Guatemala por lo que el monto en dólares incrementa las reservas monetarias internacionales. En lo que corresponde a la balanza cambiaria privada, vale destacar que una parte de los flujos privados de divisas que se registran en la misma no constituyen oferta disponible en el Mercado Institucional de Divisas en la medida en que algunos agentes económicos receptores de tales flujos los depositan en los bancos del sistema y éstos, a su vez, pueden utilizarlos para incrementar su posición externa neta. Tal situación puede reflejarse, en parte, al hecho de que las captaciones en moneda extranjera de los bancos del sistema registraron un incremento de US\$382.8 millones entre el 31 de diciembre de 2008 y el 26 de noviembre de 2009 (aumento de US\$243.6 millones en igual período de 2008).

²⁰ Al respecto vale la pena destacar que aun cuando las remesas familiares a noviembre han registrado una disminución de 10.1%, el tipo de cambio se ha depreciado en 8.4%, por lo que el equivalente en quetzales de tales flujos ha sido parcialmente compensado por la referida depreciación.



En cuanto a la cuenta de capital de la balanza cambiaria, los flujos de capital privado (inversiones más préstamos) registraron una disminución importante respecto de los flujos observados en 2008, explicada fundamentalmente por la disminución en el rubro de préstamos de largo plazo (que incluye el pago de líneas de crédito del exterior), los cuales variaron en alrededor del -68.7% respecto del flujo observado a la misma fecha de 2008.



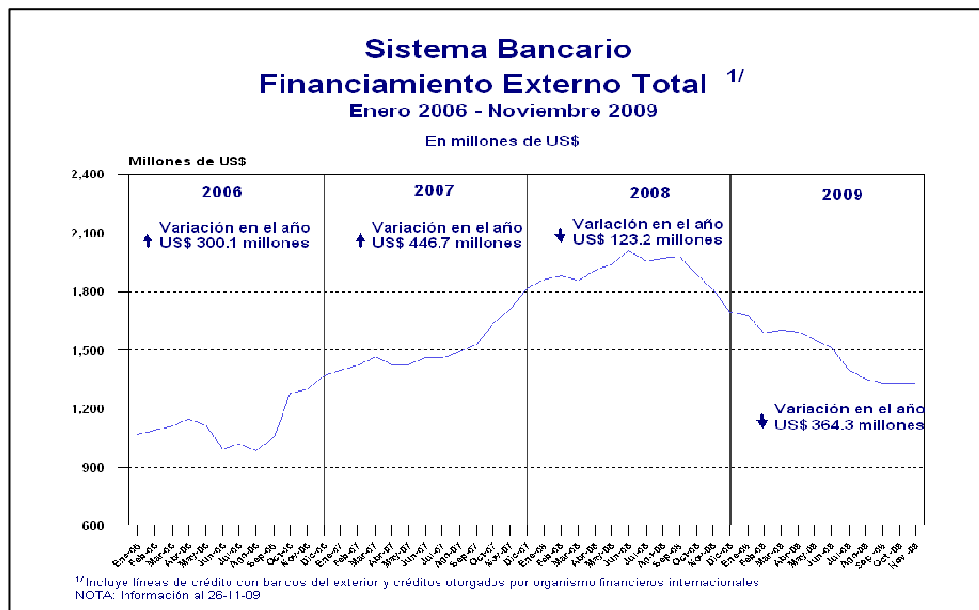
- Liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera**

Otro factor que puede influir en el comportamiento del tipo de cambio es el excedente de moneda nacional con relación a la oferta de moneda extranjera. Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 26 de noviembre de 2009, los recursos líquidos disponibles de los bancos del sistema (posición diaria de encaje más depósitos a plazo de 7 días) se han mantenido en niveles elevados, fluctuando en un rango de entre Q3,000.0 millones y Q9,300.0 millones, aspecto que tiene que ver con la desaceleración de la actividad económica y, a su vez, con la menor demanda de crédito bancario por parte de los agentes económicos. Por otra parte, el incremento en la liquidez también ha sido influenciado por los recursos inyectados por la aceleración del gasto público desde finales

de 2008 y por las medidas de política monetaria implementadas en el último trimestre de 2008 y en el primer cuatrimestre de 2009.



En ese contexto, los bancos del sistema contaron con recursos líquidos suficientes, que ante la caída en la demanda de crédito, pudieron utilizar para comprar moneda extranjera y amortizar las líneas de crédito contratadas en el exterior, sin necesidad de recurrir a la ventanilla que el Banco de Guatemala puso a disposición de las instituciones bancarias para proveerles de liquidez en moneda extranjera. En efecto, al 26 de noviembre el sistema bancario registró una disminución de su financiamiento externo total de US\$364.3 millones.



- **Expectativas de los agentes económicos**

Las expectativas de los agentes económicos constituyen otro factor que puede incidir en el comportamiento del tipo de cambio nominal y que tiende a exacerbarse cuando éste comienza a apreciarse o depreciarse más rápidamente (debido, por ejemplo, a perturbaciones de origen externo). Cabe enfatizar que las expectativas tienden a distorsionar un precio macroeconómico, como el tipo de cambio nominal, cuando refuerzan movimientos en dicho precio sin que se sustenten en el comportamiento de sus determinantes fundamentales, sino sólo en la dinámica reciente del precio en cuestión.

Se considera que las expectativas de depreciación cambiaria surgieron luego de la intensificación de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, por la incertidumbre, principalmente, con relación a los flujos de crédito provenientes del exterior. El efecto de tales expectativas se evidencia en que ha aumentado, en alguna medida, la preferencia de los agentes económicos por depósitos en moneda extranjera en los bancos del sistema; de hecho, éstos han pasado de representar 16.3% de los depósitos totales el 31 de diciembre de 2008 a 18.6% el 26 de noviembre de 2009.

- **Síntesis**

Si bien la magnitud de la reducción observada en el valor nominal de las importaciones ha reducido los requerimientos de financiamiento externo del país, los flujos de capital privado externo, por una parte, han disminuido y, por la otra, no han sido canalizados en su totalidad al mercado cambiario, dado que, como se indicó, una parte de ellos se ha destinado a incrementar las captaciones en moneda extranjera y a fortalecer la posición externa de los bancos del sistema.

En el contexto descrito, la depreciación del tipo de cambio nominal aumentó debido a la exacerbación de las expectativas de los agentes económicos, en ciertos episodios del año (especialmente en marzo, julio, agosto, septiembre y principios de octubre), para cuya formación han contribuido las reducciones mencionadas en flujos de capital, en adición a las disminuciones en las exportaciones, en las remesas familiares, en los flujos de turismo y en la inversión extranjera directa.

Cabe indicar que en el corto plazo, el efecto inflacionario de la depreciación cambiaria es limitado, debido a que la demanda agregada está deprimida y las empresas no pueden trasladar plenamente los incrementos en los costos de los insumos importados, lo cual, en la coyuntura actual, resulta ser positivo para la economía nacional, dado que dicha depreciación ha permitido mejorar la competitividad del país, sin tener un impacto significativo en la inflación. Sin embargo, es importante tener presente que, en el mediano plazo, el denominado efecto traspaso puede ejercer presiones inflacionarias relevantes.

3. Finanzas Públicas

a) Análisis de la situación financiera del gobierno central

A noviembre de 2009, la recaudación tributaria se ha visto afectada, por un lado, por el efecto precio y volumen en los principales productos de importación que se han reducido de manera significativa respecto a igual período de 2008 y, por el otro, por la desaceleración en la actividad económica, con lo que la previsión de ingresos totales tiende a ser menor, lo que afectaría la situación de las finanzas públicas para finales del presente año. No obstante, los esfuerzos de la autoridad fiscal, en el marco de una política fiscal moderadamente anticíclica se han orientado a mantener el gasto público ante una reducción en los ingresos. En lo que resta del año, sin embargo, se prevé que el gasto evolucione en función de los ingresos y las fuentes de financiamiento disponibles.

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a noviembre de 2009 registró un déficit fiscal de Q7,860.5 millones, equivalente a 2.5% del PIB (déficit de Q2,538.6 millones a noviembre de 2008, equivalente a 0.9% del PIB). Cabe indicar que a noviembre del presente año se registró un déficit primario²¹ de 1.2% del PIB (superávit primario de 0.4% a noviembre de 2008), como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q4,114.6 millones del gasto total, se genera un déficit por Q3,745.9 millones (superávit de Q1,269.9 millones a noviembre de 2008) y un ahorro corriente de Q2,626.7 millones. Lo anterior es reflejo, principalmente, de la caída registrada en los ingresos tributarios.

²¹ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.

RECUADRO 1
PROGRAMA NACIONAL DE EMERGENCIA Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

El primer semestre de 2009 se caracterizó por una profundización significativa de la crisis económica global que obligó a los gobiernos alrededor del mundo a adoptar medidas extraordinarias para mitigar los efectos de la crisis.

Ante la profundización y prolongación de la crisis mundial, el Gobierno de Guatemala puso en marcha en enero de 2009 el Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), que contempla un conjunto de políticas para estimular la actividad económica, proteger a los grupos más vulnerables y propiciar la generación de empleo, sin generar riesgos para la estabilidad macroeconómica. En esa dirección, en abril de 2009 se realizó el primer reordenamiento presupuestario mediante Acuerdo Gubernativo No.104-2009, para orientar mayores recursos a la implementación del PNERE y ajustar el gasto, tomando en cuenta la disponibilidad de ingresos. En mayo y en agosto fueron emitidos los Acuerdos Gubernativos Números 132-2009 y 225-2009. El primero, referente a establecer cuotas financieras de gasto para el período mayo - agosto de 2009. El segundo, relativo a las cuotas financieras de gasto para el período agosto – diciembre de 2009. Las cuotas establecidas en ambos acuerdos se programaron con el fin de adecuar el gasto a la disponibilidad de recursos.

Por último, en agosto de 2009, mediante Decreto 24-2009 se amplió la emisión de Bonos del Tesoro en Q3,000.0 millones, derivado del desequilibrio financiero provocado por la marcada reducción en los ingresos tributarios.

FUENTE: Cuarto Informe sobre la Política Fiscal en Guatemala. MFP. Agosto de 2009.

Los ingresos totales a noviembre de 2009 registraron un monto de Q30,893.9 millones, inferior en Q1,881.3 millones (-5.7%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 75.1% en relación al total presupuestado para 2009 (91.7% en 2008). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q29,176.8 millones, monto inferior en Q1,797.2 millones (-5.8%) al registrado a noviembre de 2008. Dicha disminución se explica por una menor recaudación de impuestos indirectos (Q1,751.1 millones) respecto a noviembre de 2008. La disminución en la recaudación de los impuestos indirectos, se debe, principalmente, a la menor recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA). En efecto, los ingresos por concepto de IVA alcanzaron un monto de Q13,612.4 millones, inferior en Q1,228.5 millones a lo percibido en igual período de 2008. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se debe, principalmente, a la menor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue menor en Q1,462.0 millones (-15.3%) respecto a noviembre de 2008.

En lo que se refiere a los gastos totales, a noviembre de 2009, éstos registraron un monto de Q38,754.4 millones, mayores en Q3,440.6 millones (9.7%) respecto al observado en igual período de 2008.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q27,901.9 millones, mayores en Q3,642.1 millones (15.0%) a los del mismo período del año anterior, resultado, principalmente, de los mayores gastos de operación (Q2,158.4 millones), de transferencias corrientes (Q1,177.5 millones) y de intereses de la deuda pública (Q306.2 millones).



Los gastos de capital se situaron en Q10,852.5 millones, menores en Q201.5 millones (-1.8%) a los registrados en igual período de 2008, como resultado de los menores gastos de inversión indirecta por Q815.9 millones (-11.5%), en tanto que los gastos de inversión directa fueron mayores por Q614.4 millones (15.5%).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q2,584.4 millones, como resultado de desembolsos por Q4,505.3 millones²² y amortizaciones por Q1,920.9 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q4,419.2 millones, debido a colocaciones de títulos públicos por Q5,171.8 millones y amortizaciones por Q752.6 millones.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a noviembre de 2009, una disminución en la caja fiscal de Q856.9 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

²² Sobresalen los desembolsos siguientes: a) Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$324.6 millones (equivalentes a Q2,277.8 millones), de los cuales, US\$150.0 corresponden al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas"; US\$100.0 millones al "Programa Inversión en Capital Humano" y US\$30.0 millones al "Programa Mi Escuela Progresa"; y, b) Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$216.5 millones, de los cuales US\$200.0 corresponden al "Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional".

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

CONCEPTO	2008	2009 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	32,775.2	30,893.9	-1,881.3	-5.7
A. Ingresos	32,486.6	30,539.9	-1,946.7	-6.0
1. Ingresos Corrientes	32,461.4	30,528.6	-1,932.8	-6.0
a. Tributarios	30,974.0	29,176.8	-1,797.2	-5.8
b. No Tributarios	1,487.4	1,351.8	-135.6	-9.1
2. Ingresos de Capital	25.2	11.3	-13.9	-55.2
B. Donaciones	288.6	354.0	65.4	22.7
II. Total de Gastos	35,313.8	38,754.4	3,440.6	9.7
A. Funcionamiento	24,259.8	27,901.9	3,642.1	15.0
B. Capital	11,054.0	10,852.5	-201.5	-1.8
III. Déficit o Superávit Fiscal	-2,538.6	-7,860.5	-5,321.9	209.6
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	8,201.6	2,626.7	-5,574.9	-68.0
V. Financiamiento	2,538.6	7,860.5	5,321.9	209.6
A. Financiamiento Externo Neto	944.4	2,584.4	1,640.0	173.7
B. Financiamiento Interno Neto	1,025.8	4,419.2	3,393.4	330.8
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	568.4	856.9	288.5	50.8

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

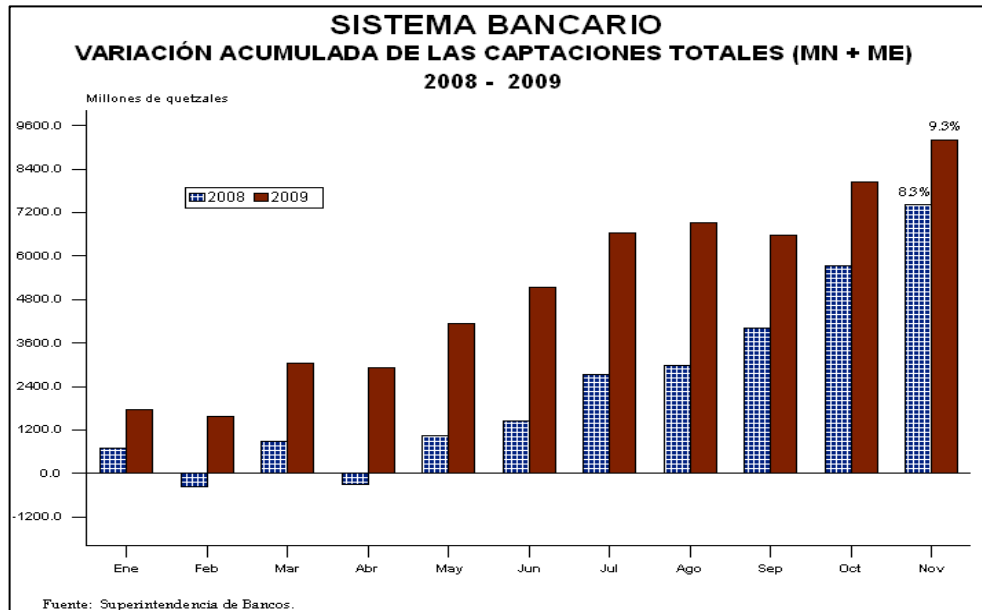
b) Estimación de cierre para diciembre de 2009

De conformidad con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el cierre fiscal para 2009 contempla que el déficit alcanzaría un nivel de alrededor de 3.4% del PIB, superior al registrado en 2008 (1.6%), mientras que la carga tributaria se ubicaría aproximadamente en 10.1%, inferior a la registrada en 2008 (11.3%).

4. Sistema bancario

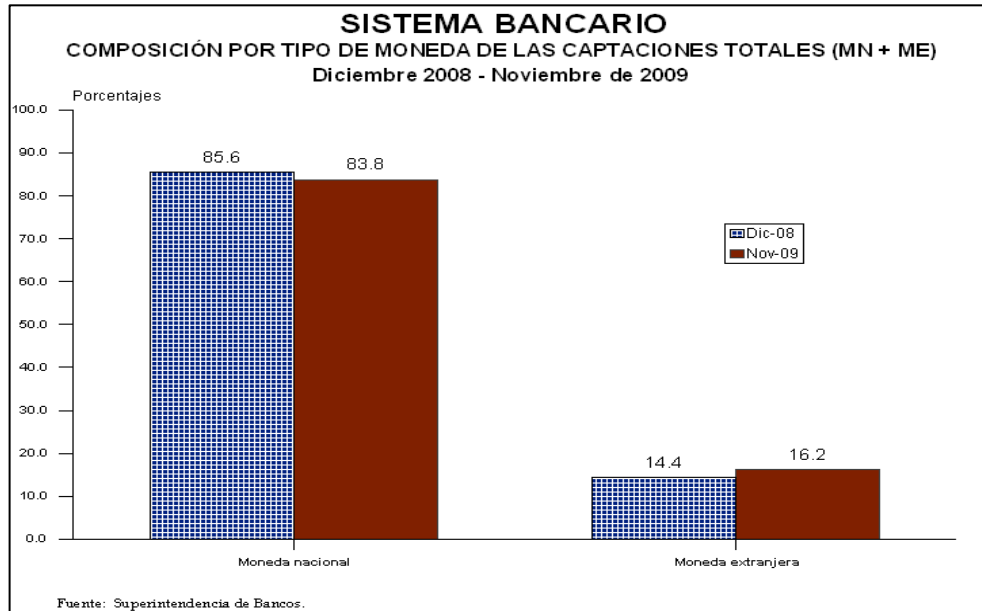
a) Captaciones totales

De diciembre de 2008 a noviembre de 2009, las captaciones totales²³ del sistema bancario nacional aumentaron Q9,209.9 millones (9.3%), monto superior en Q1,791.2 millones a lo observado en igual período de 2008.



En lo que respecta a la distribución por tipo de moneda, a noviembre de 2009, el 83.8% de las captaciones estaban constituidas en moneda nacional (85.6% en diciembre de 2008) y el 16.2% en moneda extranjera (14.4% en diciembre de 2008), lo que implica un incremento de 1.8 puntos porcentuales en la participación de los recursos captados en moneda extranjera.

²³ Se refiere a la sumatoria de los depósitos y de las obligaciones financieras, incluyendo los depósitos de las entidades de gobierno.

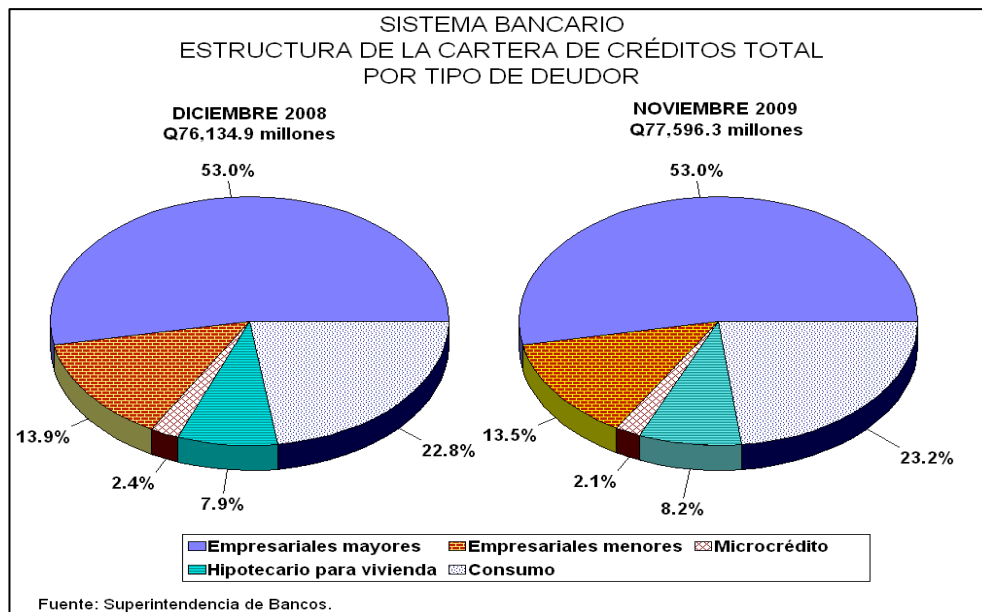


b) Cartera crediticia por tipo de deudor²⁴

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado, al 30 de noviembre de 2009, se situó en Q77,596.3 millones, monto superior en Q1,461.4 millones (1.9%) al registrado en diciembre de 2008. Dicha variación se explica, por una parte, por el incremento de los créditos empresariales mayores en Q751.4 millones; de los créditos hipotecarios para vivienda por Q346.6 millones y de los créditos al consumo por Q729.0 millones y, por otra parte, por la disminución de los créditos empresariales menores por Q138.4 millones y de los microcréditos por Q227.2 millones. Como resultado de lo anterior, a noviembre de 2009 la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la forma siguiente: créditos empresariales mayores, 53.0%; créditos para el consumo, 23.2%; créditos empresariales menores, 13.5%;

²⁴ El Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, anexo a resolución JM-93-2005, define los distintos tipos de deudores de la manera siguiente: a) deudores empresariales mayores son aquellos deudores de crédito empresarial que tienen un endeudamiento total mayor a cinco millones de quetzales (Q5,000,000.00), si fuera en moneda nacional o en moneda nacional y extranjera, o mayor al equivalente a seiscientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$650,000.00), si se trata únicamente de moneda extranjera; b) deudores empresariales menores son aquellos deudores de crédito empresarial que tienen un endeudamiento total igual o menor a cinco millones de quetzales (Q5,000,000.00), si fuera en moneda nacional o en moneda nacional y extranjera, o igual o menor al equivalente a seiscientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$650,000.00), si se trata únicamente de moneda extranjera; c) microcréditos son aquellos activos crediticios otorgados a una sola persona individual o jurídica, que en su conjunto no sean mayores de ciento sesenta mil quetzales (Q160,000.00), si se trata de moneda nacional, o el equivalente a veinte mil ochocientos dólares de los Estados Unidos de América (US\$20,800.00), si se trata de moneda extranjera, destinados al financiamiento de la producción y comercialización de bienes y servicios; d) créditos hipotecarios para vivienda son activos crediticios a cargo de personas individuales, garantizados con hipoteca sobre bienes inmuebles y destinados a financiar la adquisición, construcción, remodelación o reparación de vivienda, siempre que hayan sido otorgados al propietario final de dichos inmuebles; así como, los créditos otorgados para la liberación de gravámenes, cuando llenen las características mencionadas. De esta definición se excluyen las cédulas hipotecarias; y, e) créditos de consumo son aquellos activos crediticios que en su conjunto no sean mayores de tres millones de quetzales (Q3,000,000.00), si fuera en moneda nacional, o no sean mayores al equivalente de trescientos noventa mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$390,000.00), o su equivalente, si se trata de moneda extranjera, otorgados a una sola persona individual destinados a financiar la adquisición de bienes de consumo o atender el pago de servicios o de gastos no relacionados con una actividad empresarial.

créditos hipotecarios para vivienda, 8.2%; y, microcréditos, 2.1%.

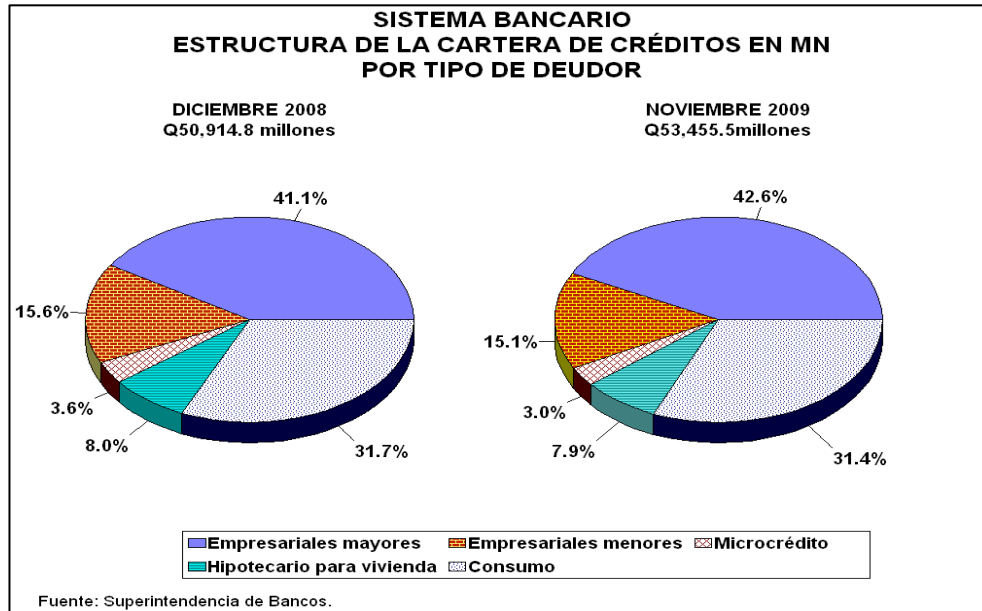


Respecto a diciembre de 2008, los créditos hipotecarios para la vivienda, los créditos para el consumo y los créditos empresariales mayores aumentaron en 5.8%²⁵, 4.2% y 1.9%, respectivamente. Por su parte, los microcréditos disminuyeron 12.3% y los créditos empresariales menores registraron una reducción de 1.3%.

i) En moneda nacional

La cartera crediticia en moneda nacional, al 30 de noviembre de 2009, representó 68.9% de la cartera de créditos total del sistema bancario (66.9% a diciembre de 2008). Cabe indicar que durante 2009 la cartera crediticia en moneda nacional aumentó Q2,540.7 millones. Dicho incremento se integra de la manera siguiente: créditos empresariales mayores, Q1,821.3 millones; créditos empresariales menores, Q122.2 millones; créditos hipotecarios para vivienda, Q142.8 millones; créditos para el consumo, Q666.8 millones; y, una disminución de los microcréditos por Q212.4 millones.

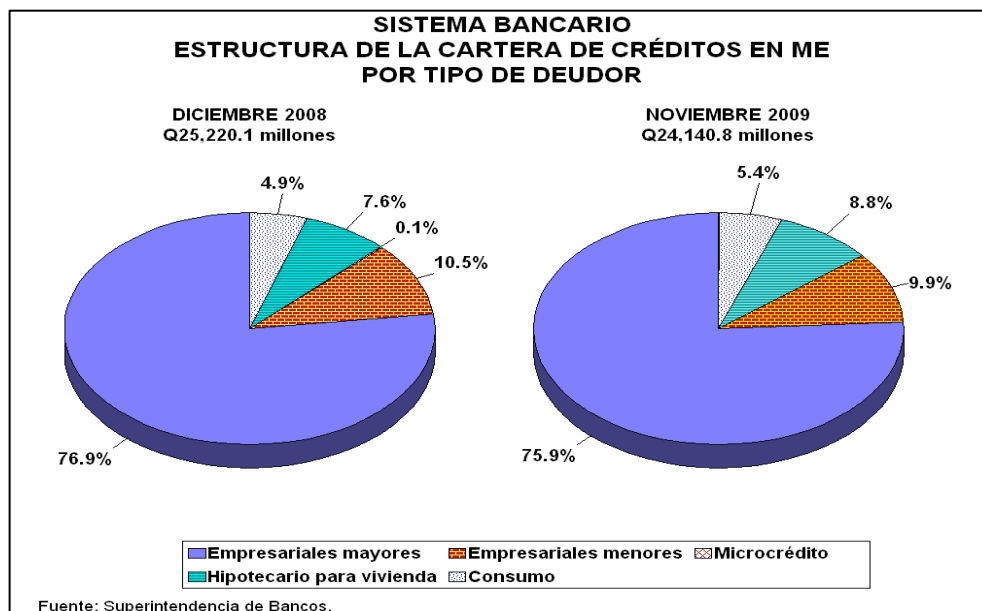
²⁵ Al agregar las cédulas hipotecarias FHA, el crecimiento es de 8.7%



El comportamiento de la cartera crediticia en moneda nacional dio origen a que los créditos empresariales mayores aumentaran su participación en 1.5 puntos porcentuales. Por su parte, los créditos empresariales menores, los microcréditos, los créditos hipotecarios para vivienda y los créditos para el consumo disminuyeron su participación en 0.5, 0.6, 0.1 y 0.3 puntos porcentuales, respectivamente.

ii) En moneda extranjera

La cartera crediticia en moneda extranjera, al 30 de noviembre de 2009, representó 31.1% de la cartera de créditos total del sistema bancario (33.1% a diciembre de 2008). Cabe indicar que durante 2009 la cartera de créditos en moneda extranjera disminuyó en el equivalente de Q1,079.3 millones, como resultado de la reducción de los créditos empresariales mayores, de los créditos empresariales menores y de los microcréditos en Q1,069.9 millones, Q260.6 millones y Q14.8 millones, respectivamente; y, al incremento de los créditos hipotecarios para la vivienda por Q203.8 millones y de los créditos para el consumo por Q62.2 millones. Como resultado de lo anterior, los créditos empresariales mayores, los créditos empresariales menores y los microcréditos disminuyeron su participación en 1.0, 0.6 y 0.1 puntos porcentuales, respectivamente. Por su parte, los créditos hipotecarios para vivienda y los créditos para el consumo incrementaron su participación en 1.2 y 0.5 puntos porcentuales, respectivamente.

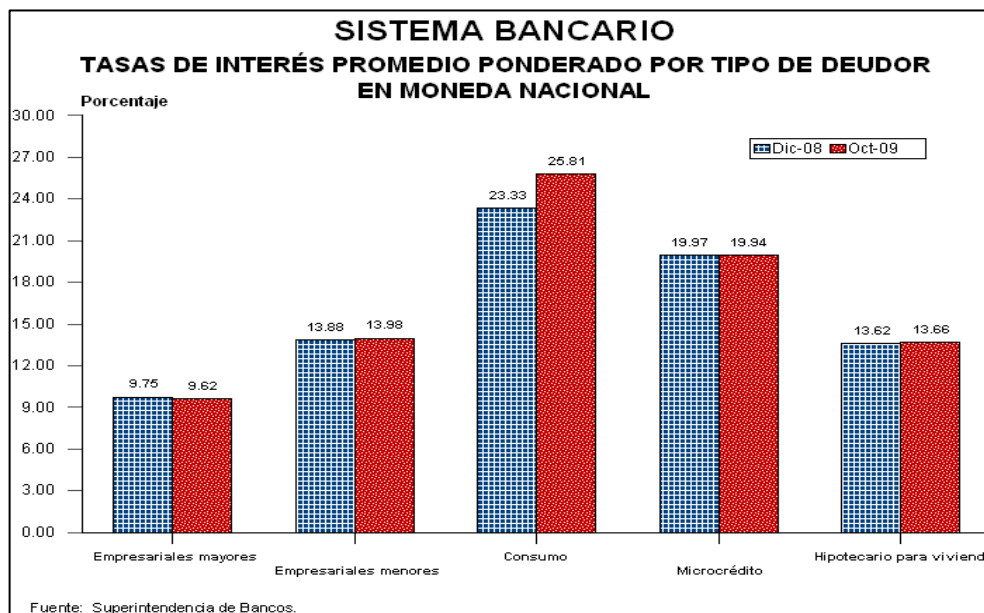


c. Tasas de interés por tipo de deudor

i) En moneda nacional

Según información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, de diciembre de 2008 a octubre de 2009 las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario aplicadas a la cartera de créditos por tipo de deudor registraron un comportamiento con leve tendencia hacia el alza, excepto en los créditos empresariales mayores y en los microcréditos, en donde se observan disminuciones. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.75% a 9.62%; la de empresariales menores aumentó de 13.88% a 13.98%; la del crédito al consumo de 23.33% a 25.81%; la del microcrédito disminuyó de 19.97% a 19.94%; mientras que la tasa de interés aplicada a los créditos hipotecarios para vivienda se ubicó en 13.66% en octubre de 2009 (13.62% en diciembre de 2008)²⁶.

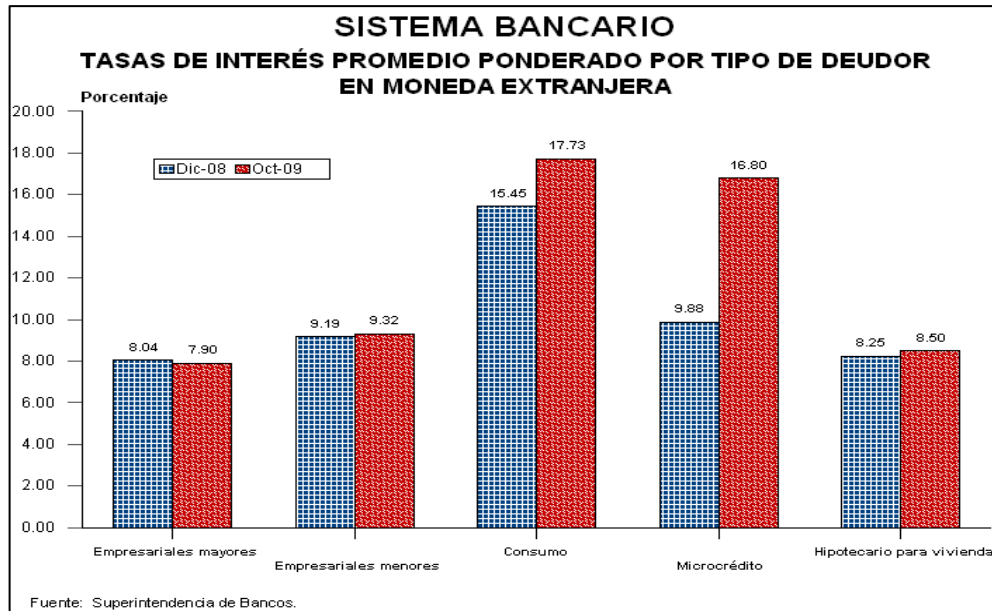
²⁶Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a octubre de 2009 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 9.38%, la de los bancos medianos fue de 9.82% y la de los bancos pequeños fue de 12.58%. Por su parte, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 13.93%, por los bancos medianos fue de 14.16% y la de los bancos pequeños fue de 13.72%. En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes, fue de 16.40%, la tasa de los bancos medianos fue de 32.54% y la de los bancos pequeños se ubicó en 45.98%. La tasa aplicada al microcrédito fue de 17.40% por los bancos grandes, 25.08% por los bancos medianos; y, 32.05% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 14.41%, por los bancos medianos 12.27%, mientras que por los bancos pequeños de 12.85%.



ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de diciembre de 2008 a octubre de 2009, exhibieron una tendencia al alza, con excepción de los créditos empresariales mayores. En efecto, a octubre de 2009 la tasa de interés del crédito empresarial mayor se ubicó en 7.90% (8.04% a diciembre); la de empresariales menores se situó en 9.32% (9.19% a diciembre); la del crédito al consumo en octubre fue de 17.73% (15.45% a diciembre); la tasa destinada al microcrédito alcanzó 16.80% (9.88% en diciembre de 2008); mientras que la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda registró 8.50% en octubre de 2009 (8.25% en diciembre de 2008)²⁷.

²⁷ Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a octubre de 2009 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes, fue de 7.60%, la de los bancos medianos fue de 8.82% y la de los bancos pequeños fue de 10.68%. La tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 8.95%; por los bancos medianos de 9.70% y la de los bancos pequeños de 10.63%. Por su parte, la tasa aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes, fue de 10.29%, por los bancos medianos fue de 21.46% y la de los bancos pequeños, fue de 27.11%. Por otro lado, la tasa aplicada al microcrédito fue de 10.99% por los bancos grandes, 27.99% por los bancos medianos; y, 11.66% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 8.54%, por los bancos medianos 8.43%, mientras que por los bancos pequeños 10.02%.

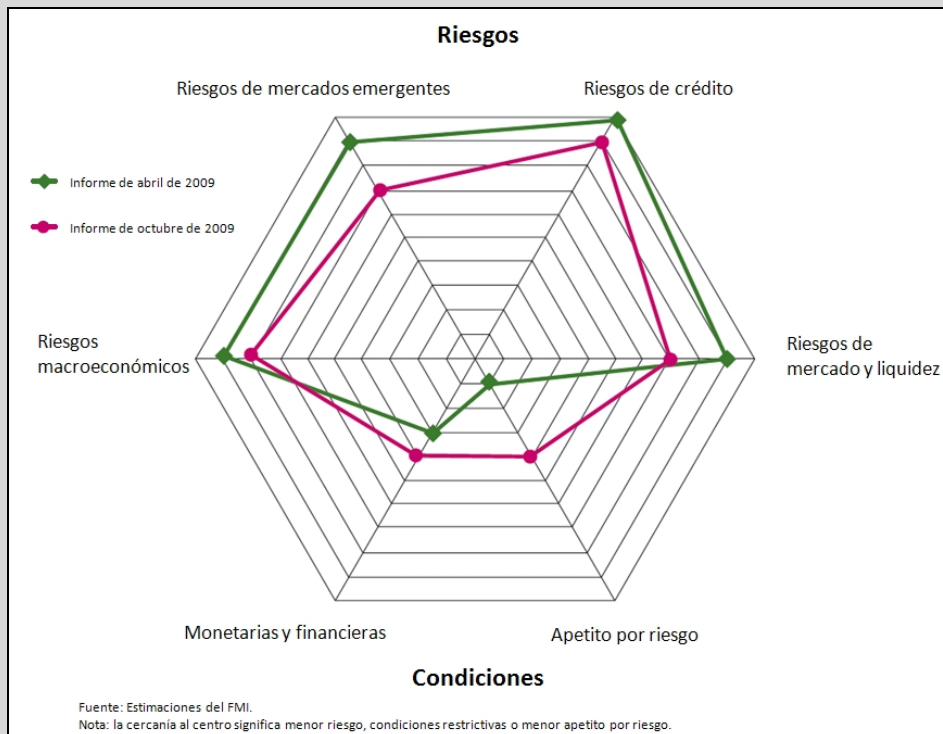


En resumen, durante el período de diciembre de 2008 a octubre de 2009, las tasas de interés promedio ponderado por tipo de deudor, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, únicamente se redujeron para la categoría de empresariales mayores.

RECUADRO 2 RIESGOS DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL^{1/}

El Mapa de Estabilidad Financiera Mundial de octubre 2009, elaborado por el Fondo Monetario Internacional, el cual se muestra a continuación, evalúa en forma general cómo han cambiado las condiciones y los factores de riesgo en la estabilidad financiera mundial respecto de abril de 2009. Como se puede observar, la estabilidad financiera ha mejorado significativamente durante los últimos seis meses, como reflejo de una disminución en el riesgo sistémico.

Mapa de Estabilidad Financiera Mundial



Respecto a los riesgos macroeconómicos, éstos han disminuido, toda vez que la recesión económica ha mostrado señales de debilitamiento; las perspectivas para el comercio mundial han mejorado y los temores de una deflación generalizada han disminuido. Sin embargo, se espera que la recuperación sea lenta y que el crecimiento de las economías avanzadas se mantenga por debajo del crecimiento potencial. Adicionalmente, se estima que continúe el proceso de desapalancamiento del sistema financiero, por lo que es probable que el crecimiento del crédito permanezca débil.

En lo concerniente a los riesgos de mercados emergentes, estos, en general, se han reducido, debido al impacto de las medidas oficiales que han contribuido a una reanudación de las inversiones de portafolio y a un incremento del apetito por riesgo. No obstante, aún persisten vulnerabilidades, especialmente en las economías emergentes de Europa y de otros países que dependen fuertemente de la financiación externa. En ese sentido, el financiamiento transfronterizo de los bancos sigue siendo vulnerable al desapalancamiento del sistema financiero en las economías avanzadas. Asimismo, los riesgos de refinanciamiento y de incumplimiento por parte del sector empresarial, siguen siendo relativamente altos, especialmente en algunas economías emergentes de Europa, así como también en las empresas altamente apalancadas en Asia y en América Latina.

En cuanto a los riesgos de crédito, éstos han disminuido desde sus máximos históricos, debido a que las condiciones económicas han mostrado señales de estabilización. Los riesgos para la estabilidad bancaria también han disminuido, como resultado del apoyo gubernamental a los sistemas bancarios. No obstante, los riesgos de crédito aún se mantienen elevados, lo que se refleja en el aumento de la morosidad en la cartera crediticia. Como consecuencia y, considerando que las posiciones de capital de los bancos han comenzado a estabilizarse, aún persiste la necesidad de crear mayores reservas de capital y de fortalecer los balances de los mismos que permita proveer el crédito adecuado a la economía real.

En lo que respecta a los riesgos de mercado y de liquidez, éstos han disminuido, permitiendo la reapertura de algunos financiamientos privados y la reducción de la volatilidad del mercado, principalmente, como consecuencia de la reducción en los temores a un colapso sistémico. Las instituciones financieras ya no dependen completamente de las garantías del gobierno para su financiamiento y ahora están en capacidad de aumentar su deuda no garantizada. Asimismo, los bancos fuertes no tienen dificultades para obtener financiamiento a mediano y largo plazo en cualquier moneda. Sin embargo, para algunos bancos débiles sigue siendo un problema el acceso al financiamiento interbancario y a los mercados de capital.

En lo atinente al apetito por riesgo, éste se ha incrementado con relación a los niveles observados en abril de 2009, debido a la mejora en la confianza de los inversionistas y a la disminución del riesgo de contraparte; mientras que la reducción de los riesgos sistémicos y la mejora de las perspectivas económicas han incrementado la demanda por activos de mayor riesgo. Sin embargo, la recuperación no ha sido uniforme y aún persiste una demanda fuerte por valores libres de riesgo por parte de algunos inversionistas.

En relación a las condiciones monetarias y financieras, éstas se han relajado levemente, debido a que las tasas de política de los bancos centrales han permanecido en niveles bajos y los activos financieros se han recuperado, aunque el crecimiento del crédito ha sido moderado, ya que las condiciones generales siguen siendo restringidas. En ese sentido, a pesar de las políticas expansivas, las tasas de interés reales de préstamos privados se han mantenido relativamente estables, mientras que la brecha respecto a las tasas de interés de corto plazo se encuentra en su mayor nivel desde el comienzo de la crisis.

Por último, cabe señalar que la estabilidad financiera mundial ha mejorado, luego de la adopción de medidas de política no convencionales y de la aparición de indicios de una reactivación económica. No obstante, el riesgo de que vuelva a intensificarse el círculo vicioso entre el sector real y el sector financiero seguirá siendo considerable mientras los bancos continúen vulnerables y los hogares y las instituciones financieras necesiten reducir su apalancamiento. Estas vulnerabilidades ponen en relieve la necesidad de continuar fortaleciendo la intermediación financiera, de restablecer la salud del sistema financiero y, en su momento, de reducir los riesgos que están reflejando los balances.

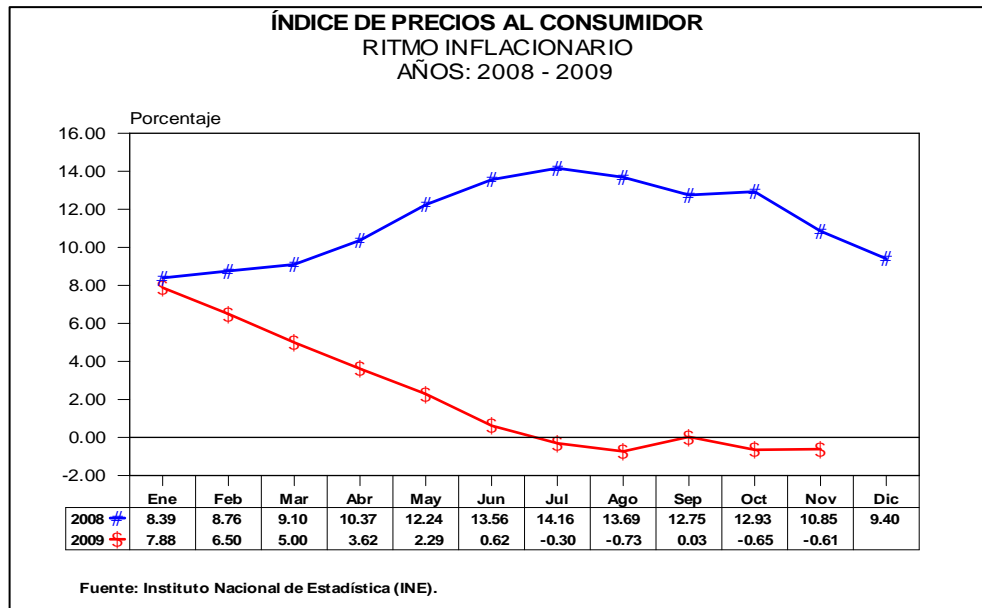
^{1/} Fondo Monetario Internacional. Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial. Octubre de 2009.

III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de noviembre de 2009

Con base en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 30 de noviembre de 2009 el ritmo inflacionario se situó en -0.61%, constituyéndose en la cuarta variación interanual negativa registrada durante 2009, aunque no consecutivas.



Cabe mencionar que la desaceleración observada en el ritmo inflacionario, continúa siendo influenciada por una combinación de factores externos e internos. En lo referente a los factores

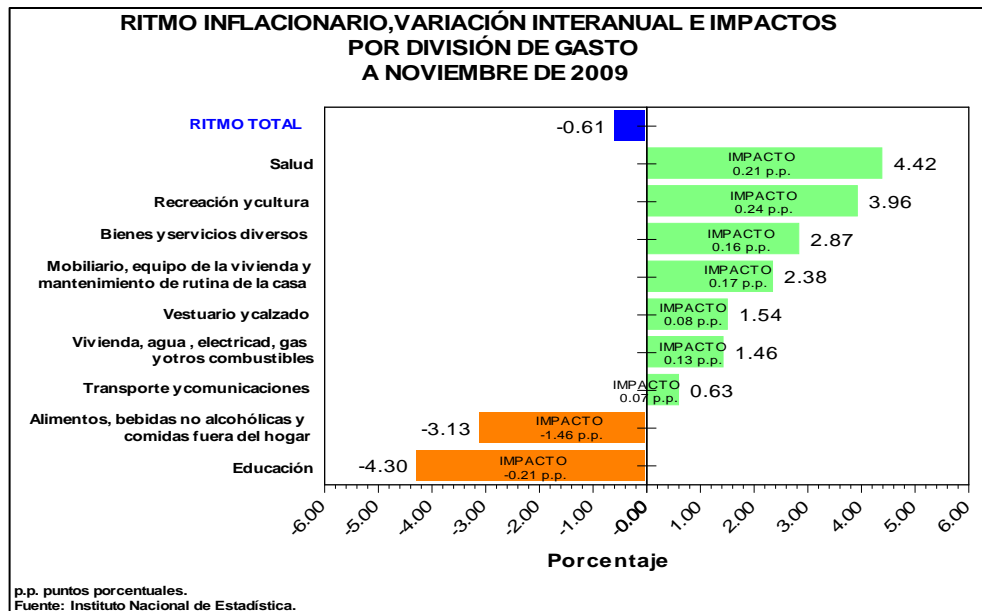
externos, la crisis de la economía mundial ha repercutido en una reducción considerable de los precios internacionales de algunas materias primas e insumos importantes en el proceso productivo del país (petróleo, maíz y trigo, así como de sus derivados), situándose en niveles inferiores a los registrados en 2008, aspecto que ha incidido en la marcada desaceleración del ritmo inflacionario. En lo que respecta al promedio anual del precio internacional del petróleo, al 30 de noviembre de 2009, éste registró una reducción de 42.19% en comparación con igual período de 2008, al situarse en US\$60.63 por barril. Cabe señalar que aun cuando en términos interanuales presenta disminución, durante 2009 la tendencia en el precio del petróleo ha sido al alza, debido en buena medida a la depreciación del dólar respecto de otras monedas importantes.

En cuanto a los precios internacionales del maíz y del trigo, éstos también han registrado una desaceleración que en el caso del trigo se atribuye a una recuperación en la producción, mientras que en el caso del maíz se debe a la disminución en la producción de biocombustibles, derivado de los menores precios internacionales del petróleo.

En efecto, al 30 de noviembre de 2009, el precio promedio anual del maíz registró una reducción de 31.40%, mientras que el del trigo registró una disminución de 35.55%, al situarse en US\$6.64 por quintal y US\$8.83 por quintal, respectivamente. Lo anterior se ha visto reflejado en la desaceleración que registra la inflación de la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, la cual a su vez ha impactado en la inflación total, dada su alta correlación con la misma.

En lo que respecta a los factores internos, se puede señalar que el ritmo inflacionario continúa influenciado por los factores siguientes: a) una menor demanda interna, relacionada con las perspectivas de desaceleración de la economía nacional; b) una desaceleración en la tasa de crecimiento del crédito bancario total al sector privado; c) el comportamiento a la baja de las expectativas de inflación; y, d) las medidas administrativas que han incidido en el comportamiento del precio de algunos servicios públicos (por ejemplo, educación).

De las nueve divisiones que componen la estructura de gasto del IPC, dos de ellas registraron variaciones negativas, siendo éstas: *Educación*, 4.30% y *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*, 3.13%. Por su parte, las divisiones de gasto que registraron alzas fueron las siguientes: *Salud*, 4.42%; *Recreación y cultura*, 3.96%; *Bienes y servicios diversos*, 2.87%; *Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa*, 2.38%; *Vestuario y calzado*, 1.54%; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, 1.46%; y, *Transporte y comunicaciones*, 0.63%. Es importante indicar que el impacto de las divisiones de gasto que registraron una baja, fue mayor que el de las restantes divisiones de gasto, como se aprecia en la gráfica siguiente.



En lo que respecta a la división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), como se indicó, registró una variación interanual negativa de 3.13%. En dicha división de gasto existen factores internos y externos que explican el comportamiento a la baja, resaltando la reducción en el precio de las *Hortalizas, legumbres y tubérculos*, debido a excedentes de producción. Por su parte, la baja observada en los *Aceites y grasas*, se deriva de la disminución en el precio internacional de las materias primas. En lo que respecta a la *Leche, productos lácteos y huevos*, la reducción obedeció a la baja en el precio de sus insumos. En el grupo *Pan y cereales*, éstos fueron influidos por la disminución en el precio internacional del trigo.

DIVISIÓN DE GASTO ALIMENTOS, BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS Y COMIDAS FUERA DEL HOGAR
 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES
 A NOVIEMBRE DE 2009

DIVISIÓN DE GASTO	GRUPO DE GASTO	GASTO BÁSICO	FACTORES INTERNOS	FACTORES EXTERNOS
Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (Ponderación 38.75%) -3.13 %	Hortalizas, legumbres y tubérculos -18.02 %	Cebolla -49.90 % Tomate -32.01 % Papa -22.28 % Otras verduras y hortalizas -11.71 % Frijol -5.29 %	Excedentes de producción	Baja registrada en el precio internacional del maíz y otros granos.
	Aceites y grasas -11.11 %	Margarinas y otras grasas -13.74 % Aceites vegetales -10.39 %		
	Leche, productos lácteos y huevos -3.41 %	Leche líquida fresca, descremada, pasteurizada o esterilizada y leche preservada, condensada, evaporada o en polvo -5.26 % Huevos -3.93 %	Reducción en el precio de importación de la leche en polvo	Baja registrada en el precio internacional del maíz
	Pan y cereales -3.06 %	Pastas frescas y secas -9.95 % Pan -6.20 %		Disminución en el precio internacional del trigo

En el caso de la división de gasto *Educación* (ponderación 5.60%), ésta registró una variación interanual negativa de 4.30%. Lo anterior se explica, principalmente, por las reducciones observadas en las cuotas de inscripción y en las cuotas mensuales de educación. Cabe señalar que ambas reducciones se deben a la entrada en vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-2008 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita.

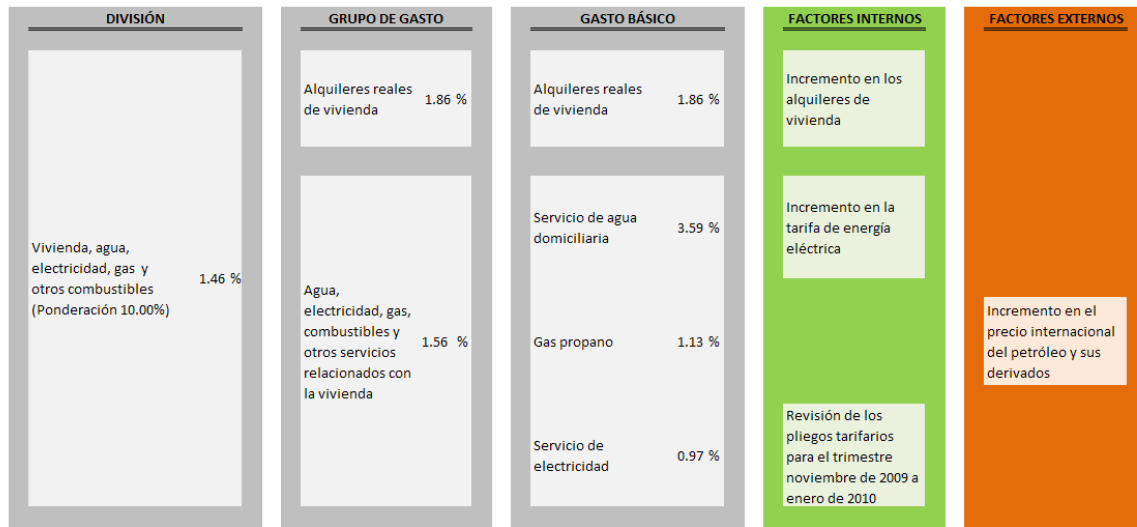
DIVISIÓN DE GASTO EDUCACIÓN
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES
A NOVIEMBRE DE 2009

DIVISIÓN DE GASTO	GRUPO DE GASTO	GASTO BÁSICO	FACTORES INTERNOS
Educación (Ponderación 5.60%) -4.30%	Servicios educativos -8.35%	Otras cuotas fijas y extraordinarias en la educación preprimaria y primaria -98.11%	Vigencia del Acuerdo Gubernativo No. 226-08 de la Presidencia de la República, por medio del cual se estableció que la prestación del servicio público de educación es gratuita
		Inscripción de secundaria -30.88%	
		Inscripción en preprimaria y primaria -26.43%	
		Cuota mensual en educación secundaria -9.40%	

Por su parte, es importante indicar que las divisiones de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y, *Transporte y Comunicaciones* presentaron variaciones interanuales positivas, asociadas al incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%) registró a noviembre de 2009 una variación interanual de 1.46%, asociada al incremento en el precio medio de los *Alquileres reales de vivienda*, del *Servicio de agua domiciliar*, del *Gas propano* y del *Servicio de electricidad* (tarifas social y no social), derivado del comportamiento del precio internacional del petróleo y de sus derivados.

**DIVISIÓN DE GASTO VIVIENDA, AGUA, ELECTRICIDAD Y OTROS COMBUSTIBLES
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES
A NOVIEMBRE DE 2009**



La división de gasto *Transporte y Comunicaciones* (ponderación 10.92%), registró a noviembre de 2009 un incremento interanual de 0.63%. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de la *Gasolina*, de los *Repuestos y accesorios para automóviles* y de los *Automóviles*.

**DIVISIÓN DE GASTO TRANSPORTE Y COMUNICACIONES
RITMO INFLACIONARIO DE LA DIVISIÓN Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES
A NOVIEMBRE DE 2009**



A continuación se presenta un cuadro que agrupa el ritmo inflacionario para cada una de las divisiones de gasto que componen el IPC.

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

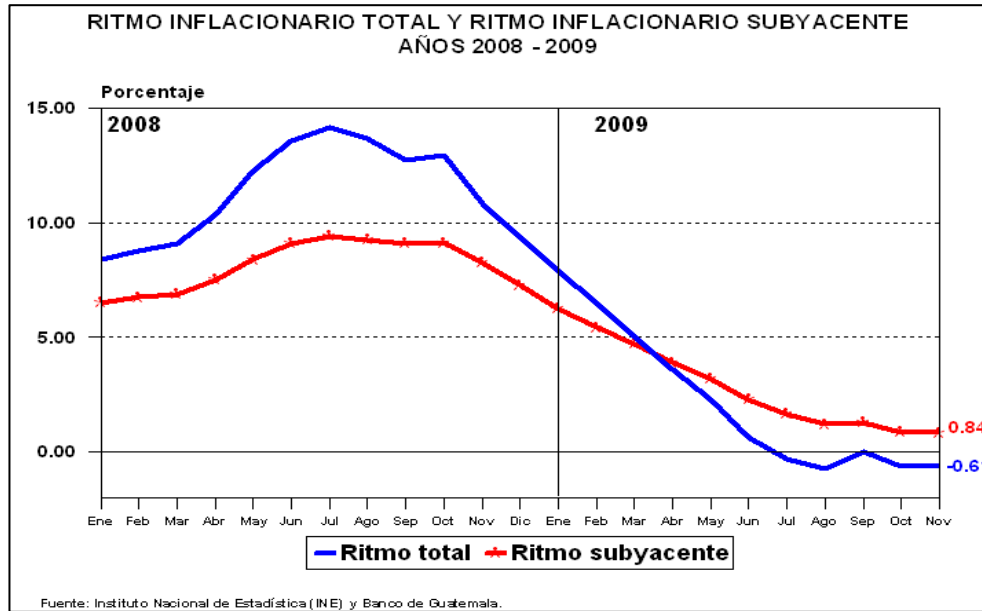
DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	NOVIEMBRE 2008	NOVIEMBRE 2009	RITMO INFLACIONARIO /1
ÍNDICE GENERAL	100.00	183.65	182.53	-0.61
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	220.82	213.91	-3.13
2. Vestuario y calzado	7.94	135.99	138.09	1.54
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	157.92	160.23	1.46
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	163.61	167.50	2.38
5. Salud	5.48	157.26	164.21	4.42
6. Transporte y comunicaciones	10.92	175.15	176.26	0.63
7. Recreación y cultura	6.83	165.48	172.03	3.96
8. Educación	5.60	163.41	156.39	-4.30
9. Bienes y servicios diversos	6.53	157.50	162.02	2.87

/1 Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

2. Inflación subyacente

En términos generales, la inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye los precios de algunos bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, la cual es medida como variaciones tanto positivas como negativas que superen dos desviaciones estándar, de manera que dicho índice representa el nivel de inflación que se atribuye a factores monetarios. En ese sentido, en noviembre de 2009 se excluyeron los precios de seis bienes y servicios, que representan el 2.80% del IPC.

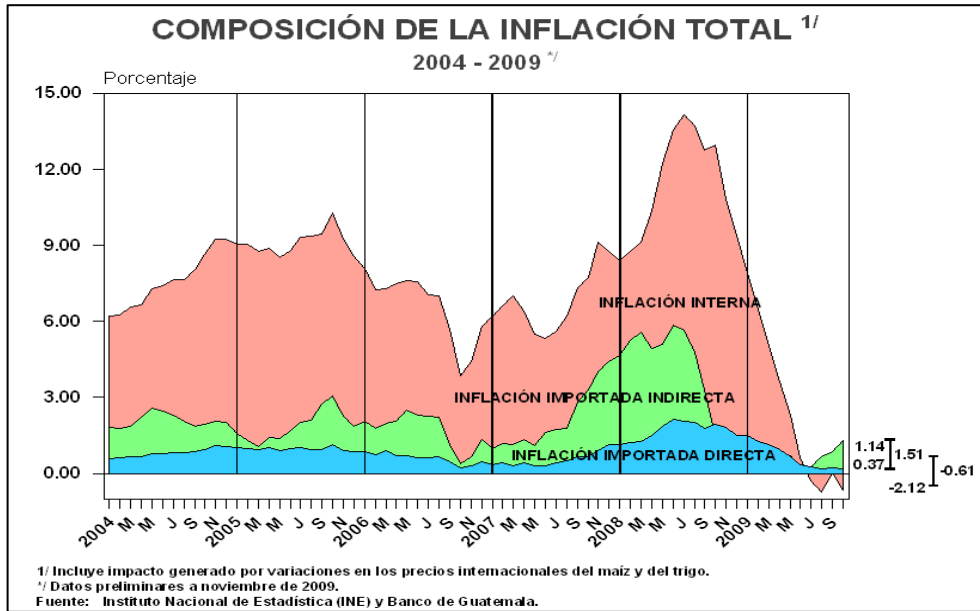
Cabe indicar que la inflación subyacente registró, a noviembre de 2009, una variación interanual de 0.84%, superior en 1.45 puntos porcentuales al ritmo inflacionario total (-0.61%).



3. Inflación importada

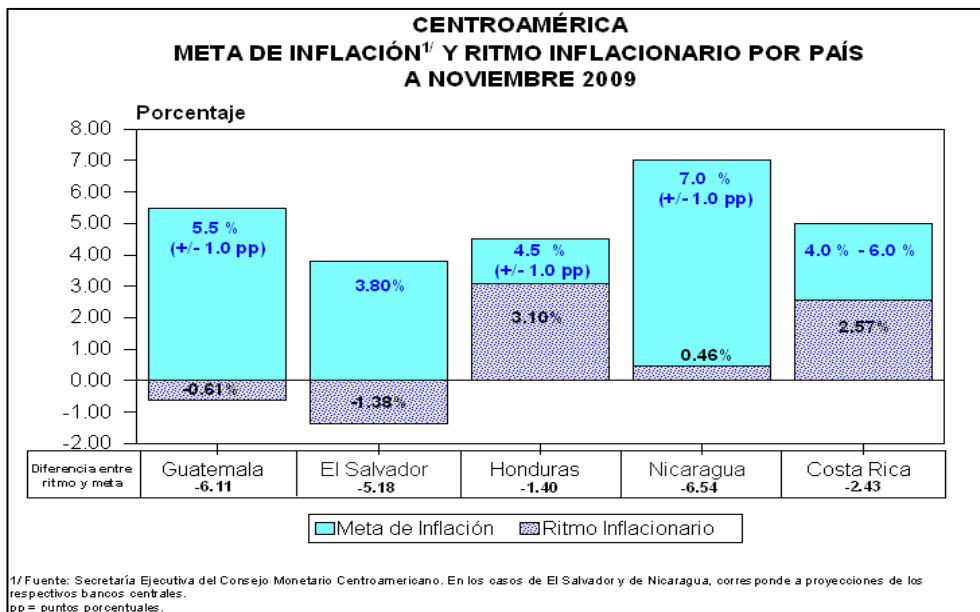
Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario total ha estado influenciado por la inflación importada, la cual responde, principalmente, a las variaciones en el precio internacional del petróleo y de sus derivados, así como a los cambios registrados en el precio internacional de algunos granos,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

A noviembre de 2009, la inflación importada se ubicó en 1.51 puntos porcentuales, de los cuales 0.37 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 1.14 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta. Dicho resultado contrarrestó parcialmente el componente doméstico de la inflación total (-2.12 puntos porcentuales), como se ilustra en la gráfica siguiente.

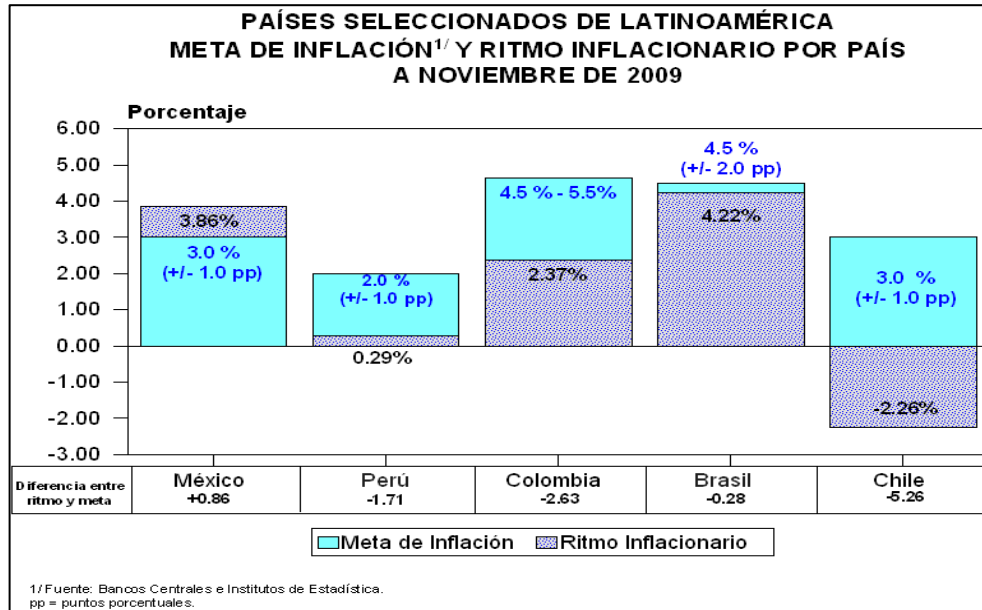


4. Inflación en otros países de la región

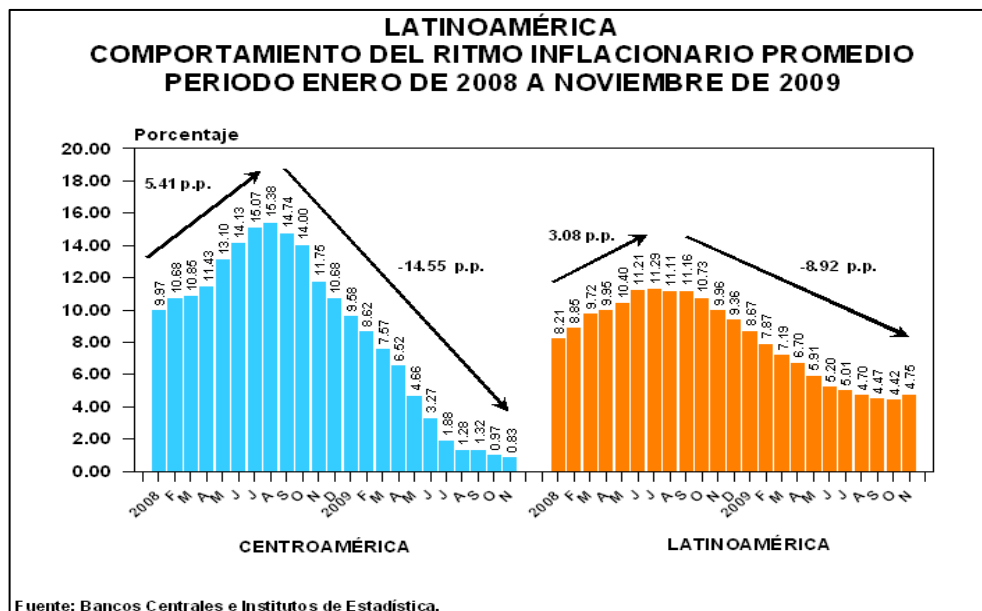
En todos los países de la región centroamericana, el ritmo inflacionario observado a noviembre fue inferior a las metas de inflación determinadas para 2009.



En cuanto a otros países latinoamericanos con esquemas de metas explícitas de inflación, destaca el caso de México, que registró a noviembre de 2009 un ritmo inflacionario de 3.86%, superior en 0.86 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para el presente año. Por su parte, los restantes países registraron ritmos inflacionarios inferiores a las metas establecidas para 2009, Perú 0.29%, Colombia 2.37%, Brasil 4.22% y Chile -2.26%.



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



5. Respuesta de política monetaria

a) Consecución de la meta de inflación

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

Las condiciones prevaecientes en cuanto al crecimiento económico mundial, así como al deterioro de las expectativas, influyeron en la reducción de los precios internacionales de las materias primas y alimentos (petróleo, maíz y trigo, especialmente) respecto de los precios récord alcanzados a mediados de 2008; no obstante, el precio internacional del petróleo ha registrado en 2009 una tendencia creciente y el aumento en las cotizaciones a futuro para entrega en diciembre de 2009, hacen prever que los riesgos de inflación por esa vía, aunque han disminuido notablemente, aún no se han desvanecido.

Las estimaciones econométricas del ritmo inflacionario total anticipan que el mismo continuará registrando niveles bajos durante los meses siguientes, aun cuando se observaran variaciones intermensuales positivas, debido al efecto aritmético, derivado del importante aumento de las variaciones intermensuales del IPC registradas en 2008.

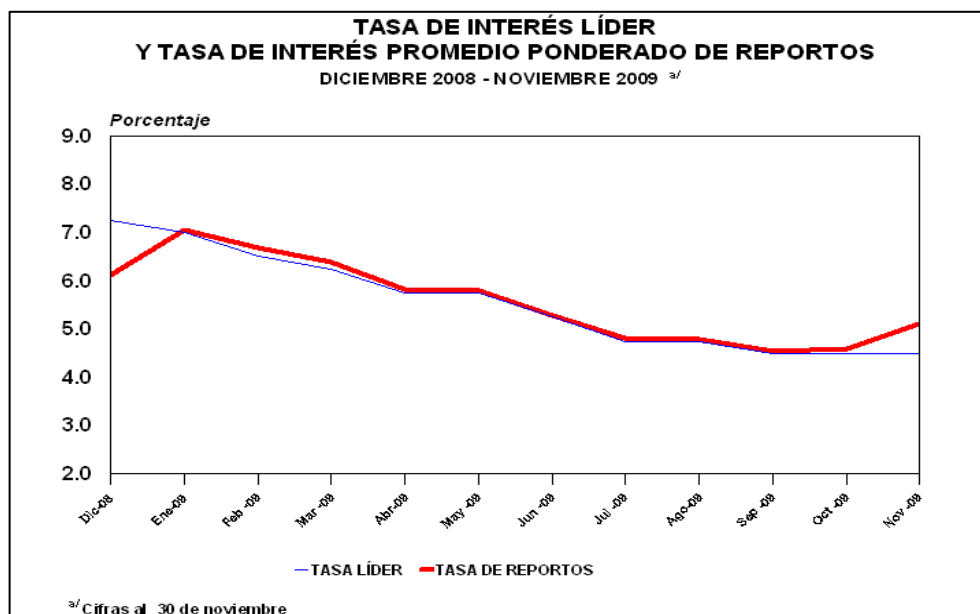
En ese contexto, las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria se han sustentado en un análisis integral del balance de riesgos de inflación, tanto interno como externo, en la orientación de las variables indicativas y en los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Con fundamento en dicho análisis, las decisiones adoptadas entre enero y noviembre de 2009, consideraron los aspectos siguientes: la menor inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la disminución en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, que incidió en la determinación de los precios internos; y, la incertidumbre acerca de la magnitud, duración y profundidad de la crisis financiera que ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico mundial para 2009. Con esa base, la Junta Monetaria disminuyó la tasa de interés líder, en enero a 7.00%, en febrero a 6.50%, en marzo a 6.25%, en abril a 5.75%, en junio a 5.25%, en julio a 4.75%, en septiembre a 4.50%, mientras que la mantuvo invariable en octubre y en noviembre, lo que representó una disminución acumulada de 275 puntos básicos. Dichas reducciones, si bien coadyuvarían a la creación de condiciones que permitan una disminución del costo del crédito bancario a los hogares y a las empresas, debe tenerse presente que los cambios en la referida tasa se transmiten con ciertos rezagos a las tasas de interés bancarias y a noviembre de 2009 dicha disminución era de 18 puntos básicos²⁸, como resultado de que, la tasa de interés activa, promedio ponderado, en

²⁸ Datos ajustados.

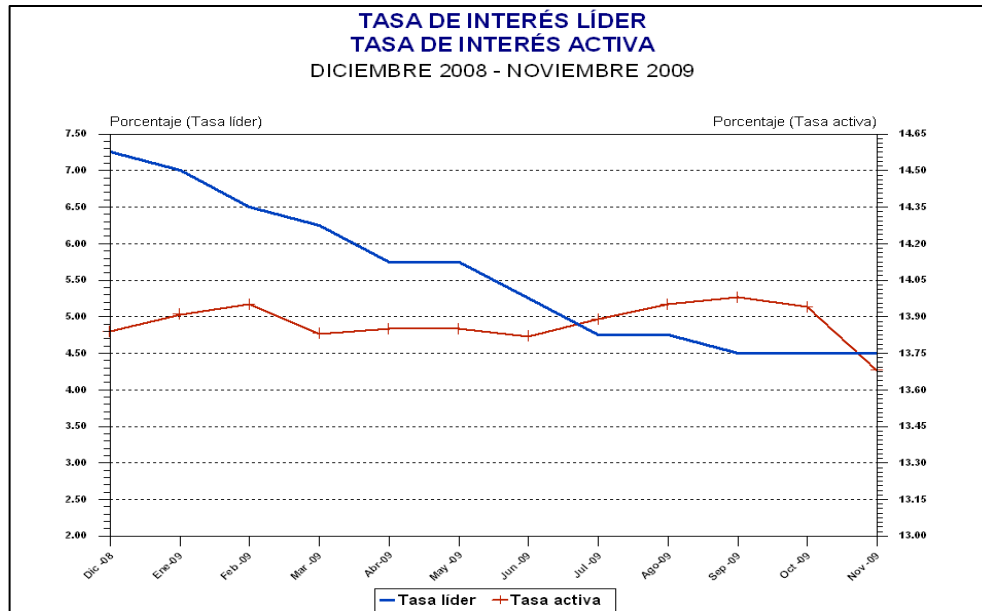
moneda nacional en los bancos grandes pasó de 12.42% en diciembre de 2008 a 12.23% al 26 de noviembre de 2009, en los bancos medianos pasó de 14.04% a 14.36% y en los bancos pequeños pasó de 19.75% a 19.08%.

Cabe destacar que la tasa de interés líder es sólo uno de varios factores que inciden en la determinación de la tasa de interés activa, especialmente en una coyuntura de deterioro de la actividad económica, en la que se incrementa la aversión al riesgo por parte de los intermediarios financieros, lo cual incide en las tasas de interés que establecen a los diferentes sectores, dependiendo de su evaluación de riesgo crediticio. Otro factor importante es la liquidez bancaria disponible, la cual al aumentar en forma significativa desde noviembre de 2008, incidió en un excedente de la base monetaria amplia que, al finalizar noviembre se situó en Q5,229.8 millones, dicho factor también debería influir en la reducción gradual de la tasa de interés.

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



En cambio, es usual que los cambios en las tasa de interés de política monetaria se transmitan con rezago a las tasas de interés de largo plazo. En el caso de Guatemala, en la transmisión no sólo se observa dicho rezago, sino que, como se ilustra en la gráfica siguiente, las tasas de interés de largo plazo (en particular la tasa de interés activa en el sistema bancario), no responden significativamente a cambios en la tasa de interés líder. En efecto, en los primeros once meses de 2009, como se indicó, mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria se redujo 275 puntos básicos, la tasa de interés activa pasó de 13.40% en diciembre de 2008 a 13.22% el 26 de noviembre de 2009.



Es importante puntualizar que el Banco Central sigue avanzando en la adopción de acciones orientadas a mejorar la trasmisión de la política monetaria, las cuales se describen en apartados posteriores.

b) Dotación de liquidez al mercado

Ante la intensificación de los problemas externos a partir del cuarto trimestre de 2008, que incidieron en la restricción de las condiciones crediticias, especialmente en las líneas de crédito del exterior, aspecto que obligó a las entidades bancarias a mantener mayor disponibilidad de recursos líquidos, limitando la disponibilidad para atender sus operaciones crediticias, la Junta Monetaria, en adición a la ventanilla permanente de inyección de liquidez establecida desde 2005, dispuso en forma preventiva y temporal, poner a disposición de las entidades bancarias mecanismos que les permitieran obtener liquidez adicional tanto en moneda nacional como en moneda extranjera a efecto de enfrentar los efectos del deterioro del entorno externo, los cuales se describen a continuación.

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda nacional:

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

Mecanismos para proveer liquidez adicional en moneda extranjera:

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

En ese sentido, si bien el resultado de estas medidas, aunado a las reducciones en la tasa de interés líder de la política monetaria, no se tradujeron en un incremento inmediato del crédito bancario al sector privado, sí permitió que el mismo no se redujera drásticamente, por lo que la implementación de tales medidas fue positiva y oportuna. La mayoría de tales mecanismos se mantuvieron vigentes hasta el primer trimestre de 2009 cuando se estabilizaron las condiciones de las líneas de crédito.

c) Fortalecimiento de la posición externa del país

Durante 2009, los efectos de la coyuntura internacional prevaleciente se han traducido en un menor dinamismo de la actividad económica y en una desaceleración del crédito bancario al sector privado, así como en caídas en los ingresos de divisas por exportaciones, por remesas familiares, por turismo, por flujos de capital privado y una caída de la recaudación tributaria. A pesar de que el entorno macroeconómico externo, como se indicó, muestra señales incipientes de recuperación, es previsible que la región y el país continúen absorbiendo los choques externos, dado que todavía existen, aunque en menor magnitud, márgenes de incertidumbre.

Dentro de ese contexto, la política macroeconómica disciplinada del país, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario y la implementación por parte del Gobierno Central del Programa Nacional de Emergencia y Recuperación Económica (PNERE), facilitaron la aprobación por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) de un Acuerdo *Stand-By* de carácter precautorio que permite al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes en Derechos Especiales de Giro (DEG), por el equivalente a aproximadamente US\$935.0 millones, para apoyo de Balanza de Pagos. Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron, tanto a junio como a septiembre y de acuerdo al comunicado más reciente de dicho organismo, la evolución macroeconómica del país, en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a mitigar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica.

Todo ello ha servido de insumo para que las calificadoras de riesgo, en un entorno externo adverso, sostengan las calificaciones para Guatemala.

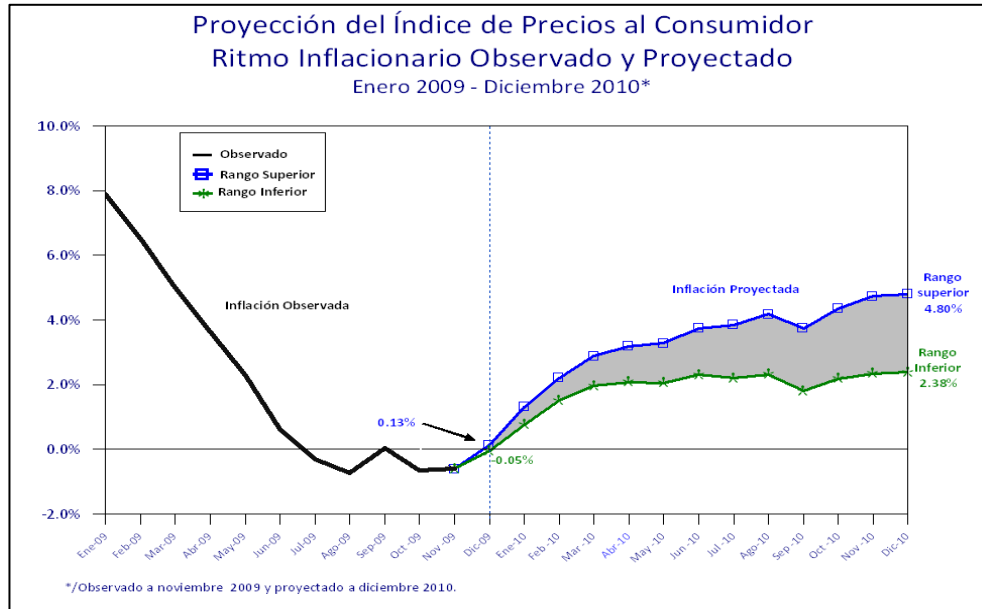
B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2009 Y PARA DICIEMBRE DE 2010

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a noviembre de 2009 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se ubicaría en 0.13%, valor que se ubica por debajo de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual). Por otra parte, para finales de 2010 se proyecta un ritmo inflacionario de 4.80%, valor que se sitúa dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

- **Análisis de sensibilidad del pronóstico de inflación para 2009 y para 2010**

Dado que el ritmo inflacionario se ha venido reduciendo considerablemente, se realizó un análisis de sensibilidad de las proyecciones de inflación para lo que resta del año, tomando en cuenta la posibilidad de que el ritmo inflacionario pueda desacelerarse aún más, debido a la reducción de la demanda interna, como resultado de la ralentización de la actividad económica y de la reducción de las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos.

Tomando en cuenta los factores mencionados, se construyó un escenario de una reducción de 50.0% en las variaciones intermensuales del índice de precios al consumidor, obtenidas para el pronóstico de inflación base para el período diciembre de 2009 a diciembre de 2010, previéndose que para diciembre de 2009 el ritmo inflacionario podría ubicarse entre un rango de -0.05% y 0.13%, mientras que para diciembre de 2010, éste podría situarse entre un rango de 2.38% y 4.80%, como se ilustra en la gráfica siguiente.



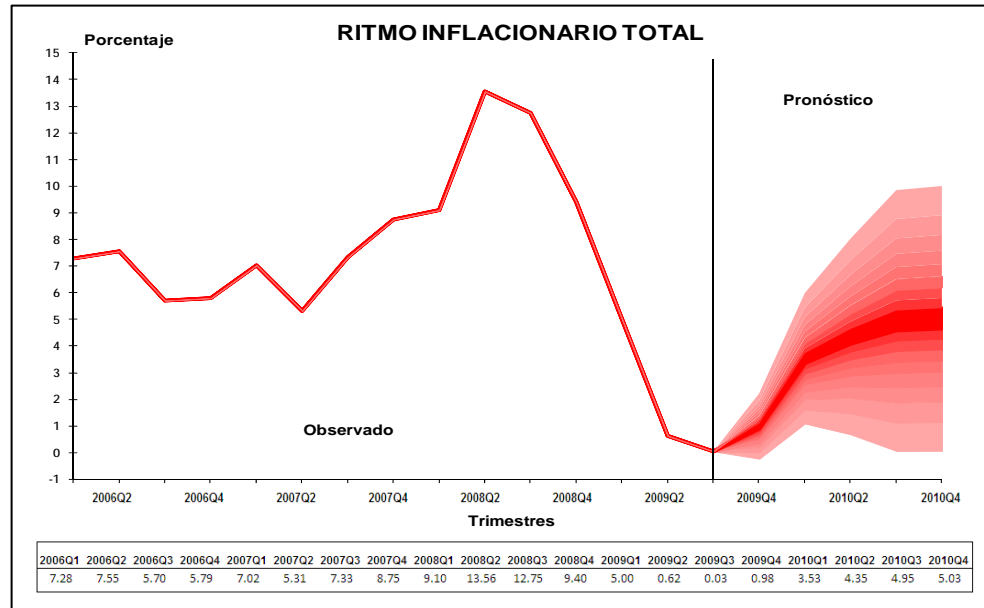
C. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

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

1. Diagrama de abanico

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

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2009-2010, generado por el cuarto corrimiento del MMS en 2009. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación aumenta conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2009 es de 0.98%; mientras que para el cuarto trimestre de 2010 es de 5.03%.



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

2. Riesgos de inflación derivados del pronóstico del MMS

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

Como se observa en el cuadro siguiente, de acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento del MMS en 2009, existe una probabilidad de 100.00% de que la tasa de inflación se ubique por debajo del límite inferior de la meta de inflación para diciembre de 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual).



Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2009			
Meta	5.5%		
Margen de Tolerancia	± 1%		
Pronóstico de			
	Tercer Corrimiento 2009 (A)	Cuarto Corrimiento 2009 (B)	Diferencia (C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	3.09%	0.98%	-2.11%
P(p > Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
Pronóstico de			
	Tercer Corrimiento 2009 (A)	Cuarto Corrimiento 2009 (B)	Diferencia (C) = (B) - (A)
P(p ∈ [4.5%, 6.5%])	16.09%	0.00%	-16.09%
P(p > 6.5%)	1.11%	0.00%	-1.11%
P(p < 4.5%)	82.80%	100.00%	17.20%

Por su parte, el cuadro siguiente ilustra el pronóstico del ritmo de inflación para el cuarto trimestre de 2010, generado en el cuarto corrimiento del MMS en 2009. Según el pronóstico citado, existe un 25.90% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de inflación para diciembre de 2010 (5.0% +/- 1 punto porcentual), un 37.42% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima del límite superior de la meta y un 36.67% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo del límite inferior de la referida meta de inflación.

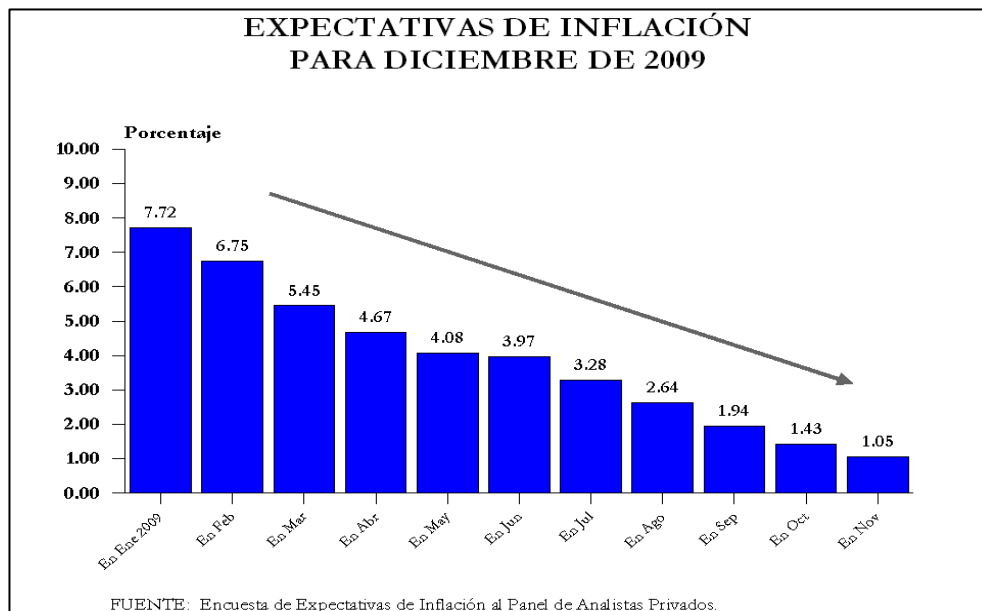
Balance de Riesgos para el Cuarto Trimestre de 2010			
Meta	5.0%		
Margen de Tolerancia	± 1%		
Pronóstico en			
	Tercer Corrimiento 2009 (A)	Cuarto Corrimiento 2009 (B)	Diferencia (C) = (B) - (A)
Pronóstico Modal	4.24%	5.03%	0.79%
P(p > Pronóstico Modal)	50.00%	50.00%	0.00%
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores:			
Pronóstico de			
	Tercer Corrimiento 2009 (A)	Cuarto Corrimiento 2009 (B)	Diferencia (C) = (B) - (A)
P(p ∈ [4%, 6%])	24.81%	25.90%	1.09%
P(p > 6%)	28.32%	37.42%	9.10%
P(p < 4%)	46.87%	36.67%	-10.20%

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

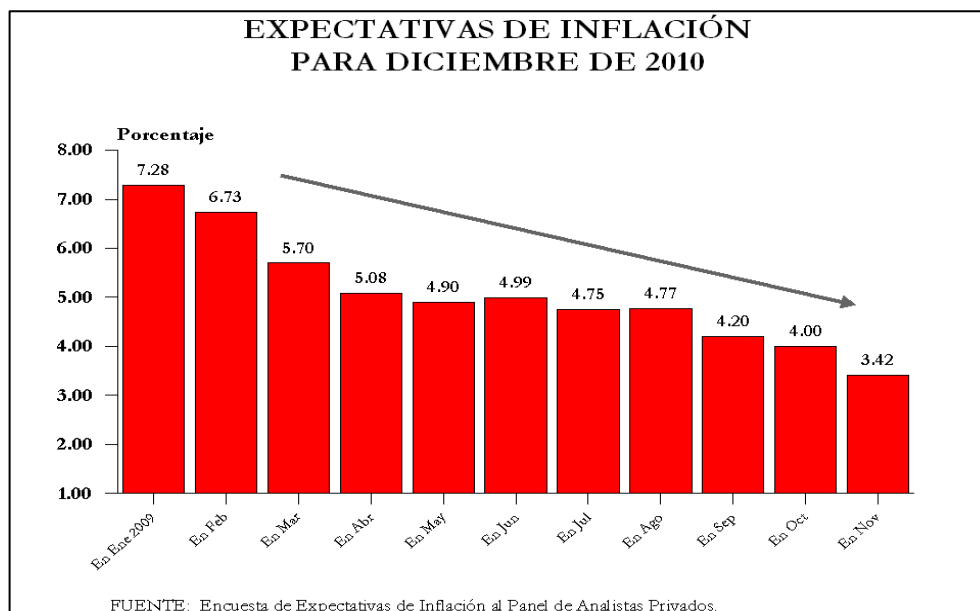
1. Encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados

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

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en noviembre de 2009, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 1.05%, porcentaje inferior en 6.67 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 (7.72%) y por debajo de la meta de inflación determinada para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual).



Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para 2010, la encuesta efectuada en noviembre de 2009 registró un ritmo inflacionario de 3.42%, porcentaje inferior en 3.86 puntos porcentuales al proyectado en enero de 2009 (7.28%) y por debajo de la meta de inflación para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual).



2. Expectativas implícitas de inflación

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo²⁹ y las tasas de interés de corto plazo³⁰. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, en los países en desarrollo son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país³¹, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

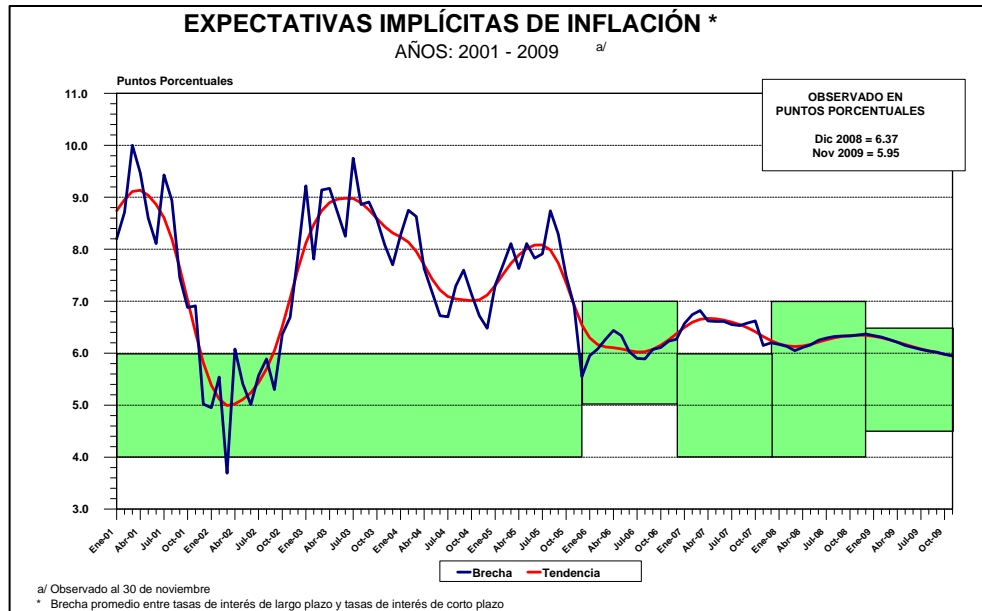
De acuerdo con las cifras observadas a noviembre de 2009, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 5.95 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de inflación de 5.5%, pero dentro del margen de +/- 1 punto porcentual.

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

²⁹ Tasa de interés activa total y tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

³⁰ Tasa de interés de operaciones de reporto entre 1 y 7 días y tasa de interés promedio ponderado de DP hasta 182 días.

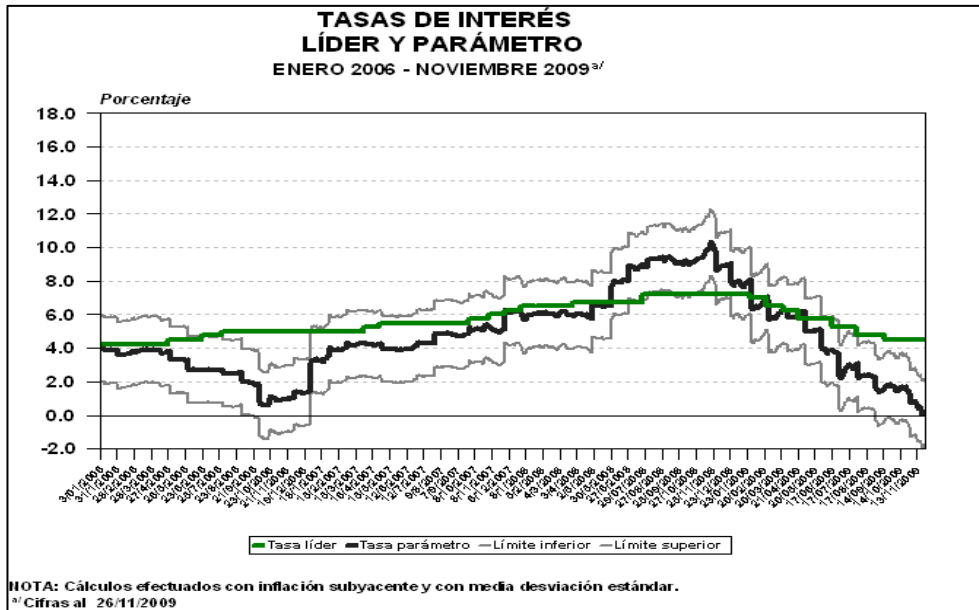
³¹ Diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.



E. TASA DE INTERÉS PARÁMETRO

La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor” que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada, así como de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés de mercado que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 establece que se debe comparar el nivel de la tasa de interés líder con el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro.

Al 26 de noviembre de 2009, la tasa de interés parámetro se situó en 0.24% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 2.22% y -1.73%, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés líder de la política monetaria fue de 4.50%, ubicándose por encima del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, sugiriendo una política monetaria relajada.



F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

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

En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación³², las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de un mes y otro, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

Con relación a la interpretación de política monetaria que brinda el índice sintético, se observa que al 31 de diciembre de 2008, el mayor porcentaje de las variables indicativas sugería una orientación de política monetaria restrictiva (72.80%). Para el 27 de noviembre de 2009, el 54.00% de dichas variables indica una orientación de política monetaria restringida. Cabe indicar que dentro de las variables que en el índice sintético sugieren restringir las condiciones monetarias

³² En esta metodología se calcularon cinco indicadores, uno para cada categoría de orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual tanto para el presente año como para 2010.

se encuentran las proyecciones del ritmo inflacionario total, los pronósticos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural y las expectativas implícitas de inflación.

En el cuadro siguiente se presenta la orientación que dichas variables sugerían con datos al 31 de diciembre de 2008 y al 27 de noviembre de 2009.

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2008 (%)	AI 27/11/2009 (%)
Relajada	17.86	12.04
Moderadamente relajada	0.00	33.96
Invariable	9.34	0.00
Moderadamente restrictiva	32.69	54.00
Restrictiva	40.11	0.00
TOTAL	100.00	100.00

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

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

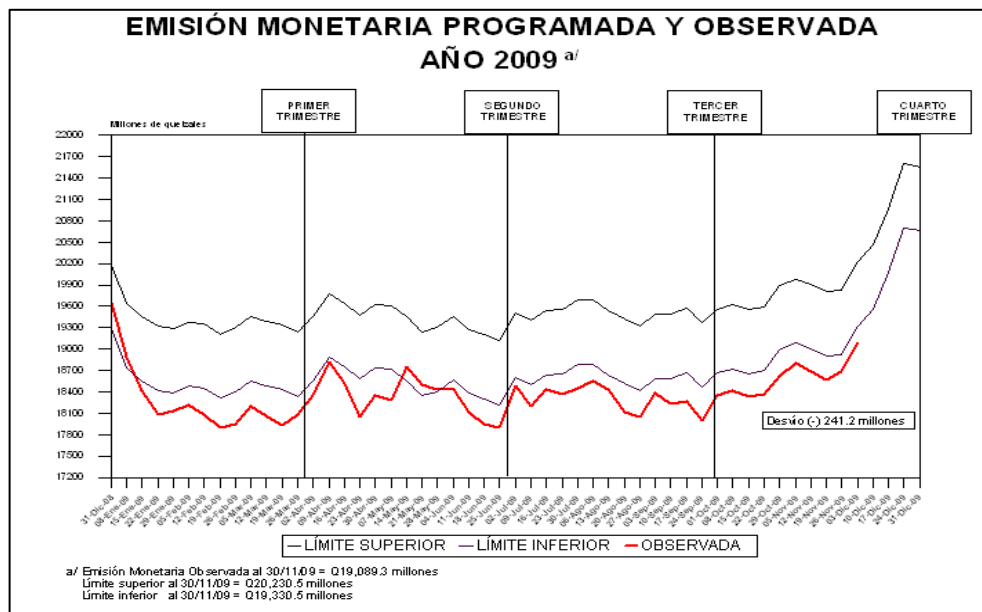
Estas variables, aunque no son las variables relevantes para la toma de decisiones de política monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación, permiten dar seguimiento a los niveles de liquidez en la economía, los cuales pueden repercutir en precios macroeconómicos como la tasa de interés y el tipo de cambio y, en el mediano plazo, tener incidencia en la inflación.

A continuación se presenta el comportamiento de las variables de seguimiento al 30 de noviembre de 2009.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario revisado, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 7.0% a finales de 2009, respecto del nivel programado para el 31 de diciembre de 2008, compatible con la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual) y con la tasa de crecimiento estimada de la actividad económica de entre 0.4% y 1.2%.

Durante el período enero-noviembre de 2009, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado para dicha variable, con excepción de la primera semana de enero y de las últimas tres semanas de mayo, cuando se ubicó dentro de dicho corredor. Al 30 de noviembre de 2009, la emisión monetaria registró un desvío de Q241.2 millones por debajo del límite inferior del corredor programado.



El comportamiento de la emisión monetaria por debajo de sus valores programados en el período mayo-noviembre continuó respondiendo, fundamentalmente, a factores de demanda. En efecto, dada la desaceleración de la actividad económica, los agentes económicos han tendido a demandar menos efectivo por motivo transacción, lo que se combinaría con la mayor confianza en el sistema bancario, aspecto que se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez³³ disminuyó de 0.1915 el 31 de diciembre de 2008 a 0.1692 al 30 de noviembre de 2009. Las captaciones bancarias en moneda nacional, por su parte, aumentaron 8.0% al 26 de noviembre en términos interanuales (8.0% al 27 de noviembre de 2008). En lo que concierne a los factores de oferta, en el período del 31 de diciembre de 2008 al 30 de noviembre de 2009, dentro de los principales factores monetizantes se encuentra el nivel de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala (neto de operaciones de deuda pública externa), el cual se redujo en Q3,637.8 millones y la disminución registrada en las operaciones de estabilización monetaria por Q536.1 millones. En lo atinente a los principales factores desmonetizantes, en el referido período destaca el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario total por Q2,776.4 millones.

³³ Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias.

2. Base monetaria amplia

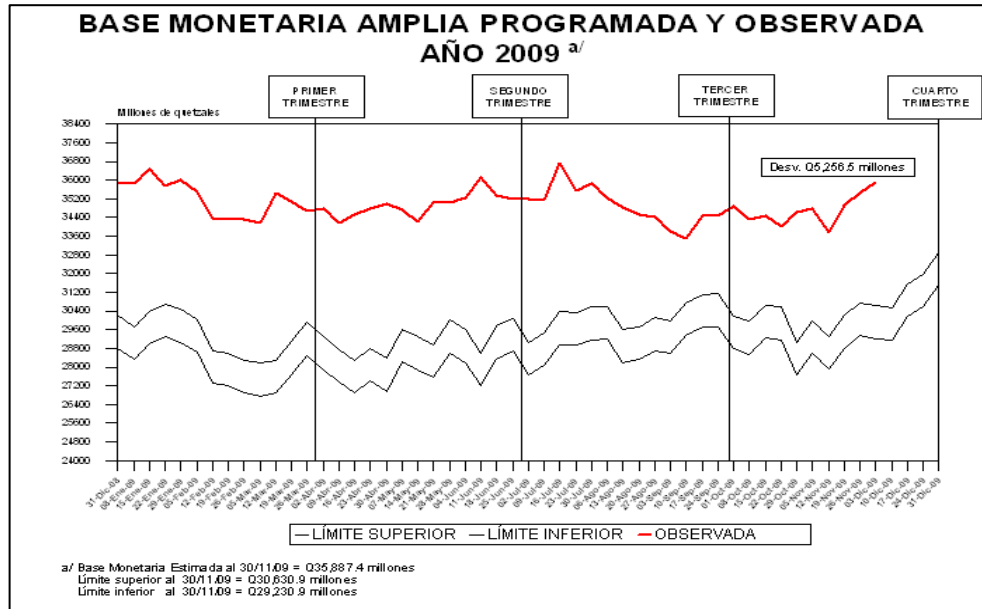
Conceptualmente la base monetaria es la cantidad de dinero en poder del público (numerario en circulación más el encaje bancario). Su importancia radica en que representa el concepto de dinero de alto poder, en virtud de que expande la creación secundaria de dinero (mediante el multiplicador monetario) y, a su vez, la oferta monetaria. Se denomina de alto poder, porque esos recursos potencialmente pueden sustentar la expansión del crédito bancario al sector privado y, por ende, aumentar el nivel de los medios de pago, que constituyen el concepto de oferta monetaria en sentido amplio.

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

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

Para finales de 2009, se estima que la base monetaria amplia crezca 9.1% respecto al nivel programado para el 31 de diciembre de 2008, lo que representaría un aumento de Q2,696.8 millones.

Al 30 de noviembre de 2009, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor programado, registrando un desvío de Q5,256.5 millones, asociado, principalmente, a excedentes de liquidez en moneda nacional, que tuvieron su origen en dos variables, la primera se refiere al retiro de depósitos en el Banco de Guatemala por parte del Gobierno Central de alrededor de Q3,450.0 millones entre noviembre de 2008 y noviembre de 2009. La segunda variable se refiere al monto acumulado de inversiones de los bancos del sistema en DP en el Banco de Guatemala que vencerán en los próximos 91 días, a partir del 30 de noviembre, el cual asciende a Q6,025.7 millones. De este monto, aproximadamente 79.0% correspondió al plazo de 7 días (alrededor de Q4,800.0 millones), situación que refleja la tenencia de recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.

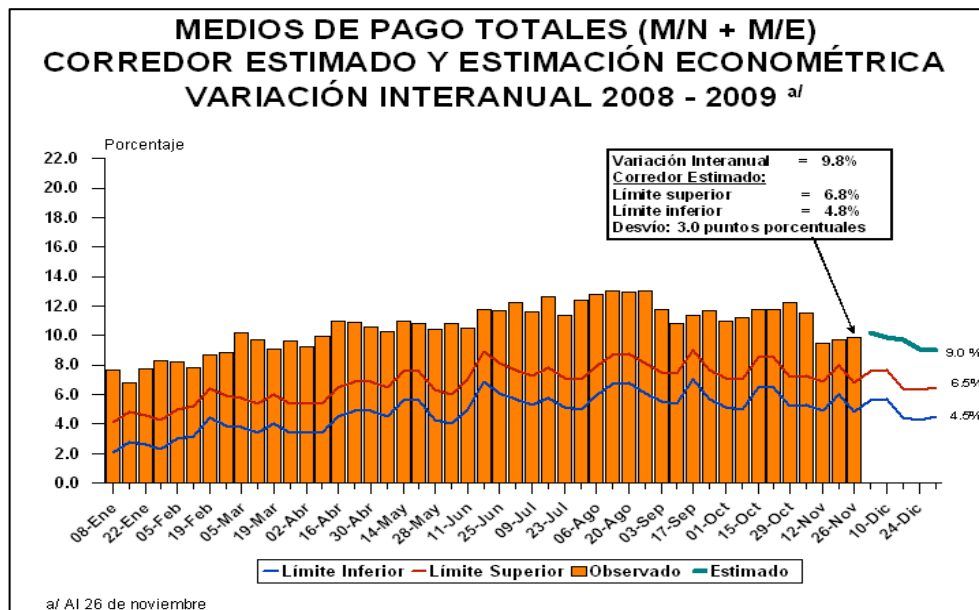


3. Medios de pago

Se estima que para finales de 2009 los medios de pago (M2) crecerán entre 4.5% y 6.5% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 26 de noviembre de 2009, la variación interanual de los medios de pago fue de 9.8%, la cual se ubicó por arriba del margen de tolerancia estimado para esa fecha (4.8% - 6.8%).

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

Al 26 de noviembre de 2009, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año fue de 9.0%, la cual se ubicó por arriba del rango estimado para diciembre de 2009 (4.5% - 6.5%).



A finales de noviembre, los medios de pago se ubicaron por arriba del corredor estimado, situación que obedece al incremento registrado en las captaciones bancarias, especialmente, depósitos de ahorro y depósitos a plazo.

4. Crédito bancario al sector privado

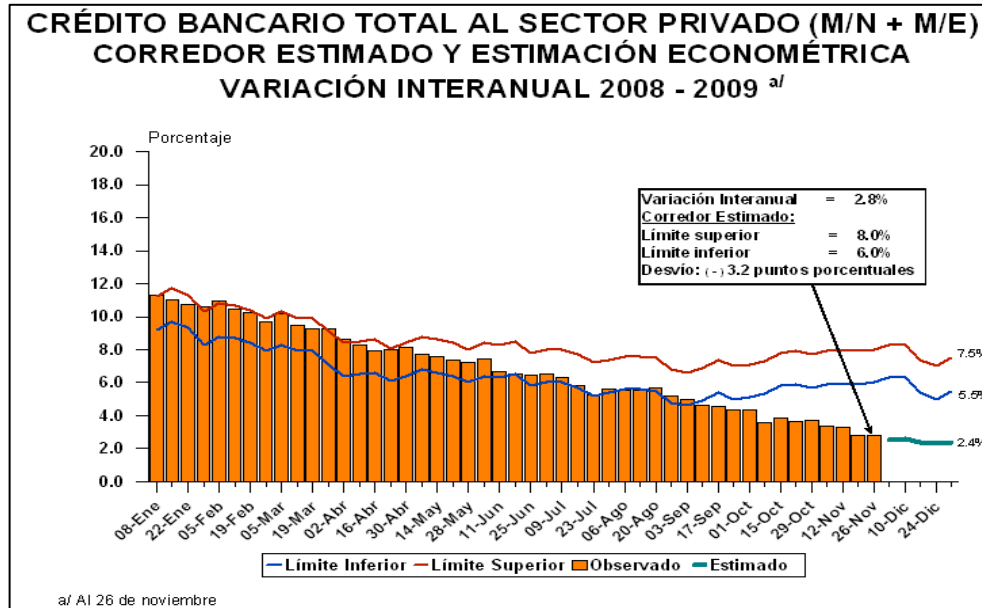
a) Tasa de crecimiento interanual

El corredor estimado del crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para 2009 fue revisado a un rango de entre 5.5% y 7.5%, consistente con el crecimiento previsto de los medios de pago, con la meta de inflación y con la nueva estimación de crecimiento económico.

Al 26 de noviembre de 2009, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 2.8%, ubicándose por debajo del rango estimado para esa fecha (6.0% - 8.0%).

Al igual que en el caso de los medios de pago, para esta variable se utiliza una estimación econométrica para diciembre de 2009, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional de esta variable en el período 2001-2008, como la información que se observa periódicamente.

Al 26 de noviembre de 2009, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 2.4%, la cual se ubica por debajo del rango estimado para diciembre de 2009 (5.5% - 7.5%).



En el transcurso de los primeros ocho meses del año, la variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo dentro del corredor estimado. No obstante, a partir de septiembre el crédito empezó a ubicarse por debajo del respectivo corredor, mostrando una trayectoria a la baja, en la que se considera que han incidido tanto factores de oferta como de demanda.

Dentro de los factores de oferta, destaca el hecho de que los bancos del sistema han sido más rigurosos en sus análisis de crédito, por lo que en la medida en que aumenta la percepción de riesgo acerca del deudor se restringe el otorgamiento de crédito o se cobra una prima adicional por riesgo, la cual podría conducir a tasas de interés más altas para sectores considerados de mayor riesgo, especialmente el de consumo. El otro factor de oferta se refiere a la preferencia de liquidez de los bancos del sistema, reflejada en el monto de recursos líquidos (prestables) con que cuenta el sistema bancario, los cuales aunque actualmente se mantienen elevados, dada la aversión al riesgo de las instituciones en un ambiente externo desfavorable y menor actividad económica, no son destinados a actividades crediticias.

Por el lado de la demanda, cabe citar que en un ambiente de desaceleración económica como el actual, los planes de inversión y de consumo suelen postergarse, situación que reduce los requerimientos de financiamiento. Un factor que ha afectado la demanda de crédito ha sido la disminución que registra el comercio exterior (en particular, las importaciones), lo que reduce la necesidad de créditos nuevos por parte del sector privado.

5. Tasa de interés pasiva de paridad

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

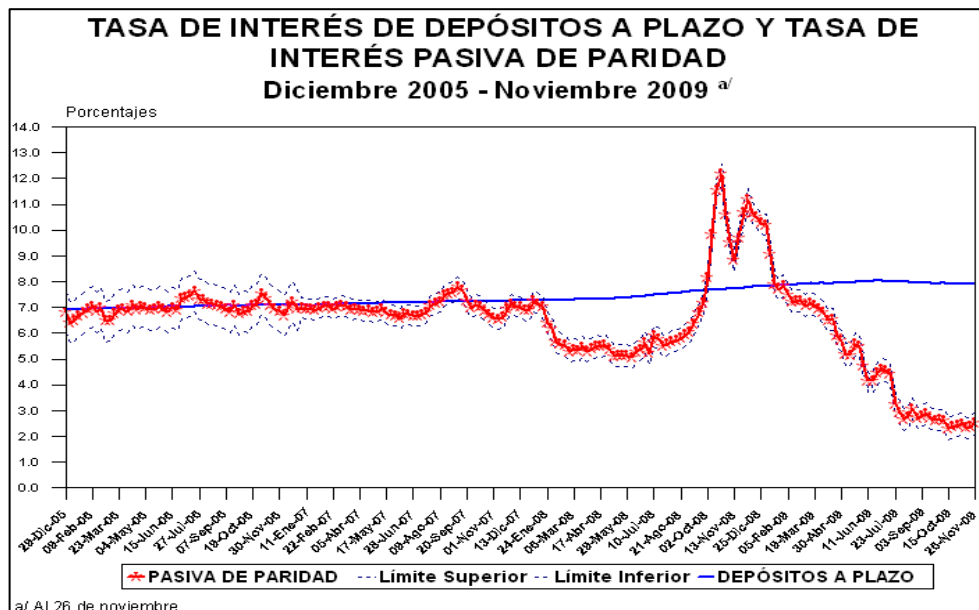
Para efectos de medición, en el análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a plazo a seis meses en US dólares, en el mercado de los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza una aproximación de las expectativas de variación del tipo de cambio nominal por parte de los agentes económicos, la cual resulta de la estimación de la brecha entre la inflación en Guatemala y la inflación en sus principales socios comerciales. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional³⁴ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Desde septiembre de 2008 y hasta la primera quincena de enero de 2009, se observó que la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (tasa de interés pasiva interna) fue inferior a la tasa de interés pasiva de paridad. Sin embargo, a partir del 22 de enero del presente año, el comportamiento de dichas tasas se revirtió. En efecto, al 26 de noviembre de 2009 la tasa de interés promedio ponderado para los depósitos a plazo (7.90%), fue mayor en 5.37 puntos porcentuales a la tasa pasiva de paridad, la cual se situó en 2.53%.

Al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad³⁵, se puede observar que la referida variable se situó por arriba del límite superior del citado margen.

³⁴ Tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 2001 y 2003.

³⁵ Corresponde a +/- media desviación estándar.



H. TASAS DE INTERÉS

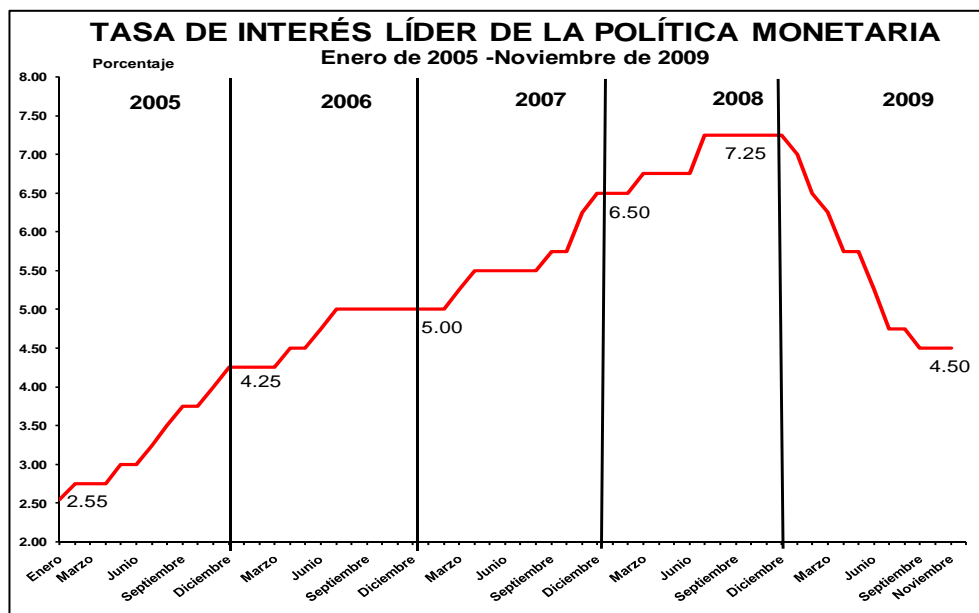
1. Tasa de interés líder de la política monetaria

Durante el período comprendido de enero a noviembre de 2009, la Junta Monetaria, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), la orientación de las variables indicativas y de realizar un análisis integral de la coyuntura externa e interna, decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, el 28 de enero de 7.25% a 7.00%, el 25 de febrero de 7.00% a 6.50%, el 25 de marzo de 6.50% a 6.25%, el 22 de abril de 6.25% a 5.75%, el 17 de junio de 5.75% a 5.25%, el 29 de julio de 5.25% a 4.75% y el 16 de septiembre de 4.75% a 4.50%; mientras que, en octubre y en noviembre, la Junta Monetaria decidió mantener invariable dicha tasa.

Los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria en relación a la tasa de interés líder de enero a septiembre de 2009, fueron los siguientes: la desaceleración en la inflación observada; los pronósticos de inflación y su trayectoria decreciente; la desaceleración de la actividad económica interna; y, el hecho de que aunque empezaban a evidenciarse algunas señales alentadoras en indicadores económico-financieros de corto plazo a nivel internacional, la incertidumbre acerca de la duración y profundidad de la crisis internacional persistía. En tanto que, en octubre y en noviembre, la Junta Monetaria tomó en cuenta el hecho de que las previsiones más recientes sobre crecimiento económico mundial anticipaban un proceso de recuperación, si bien moderado y desigual entre países y regiones, escenario que resultaba más optimista del que se tenía en los meses previos. La Junta Monetaria estimó que de consolidarse dicho escenario, tomando en cuenta el comportamiento reciente de los precios internacionales de las materias primas, disminuiría la necesidad de continuar con medidas de relajamiento de política

monetaria. Asimismo, tomó en cuenta que el ritmo inflacionario observado y las proyecciones y pronósticos de inflación para 2010 anticipan un comportamiento más dinámico de la inflación.

Con la última reducción aprobada, la tasa de interés líder se ubicó en el mismo nivel de abril de 2006.



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

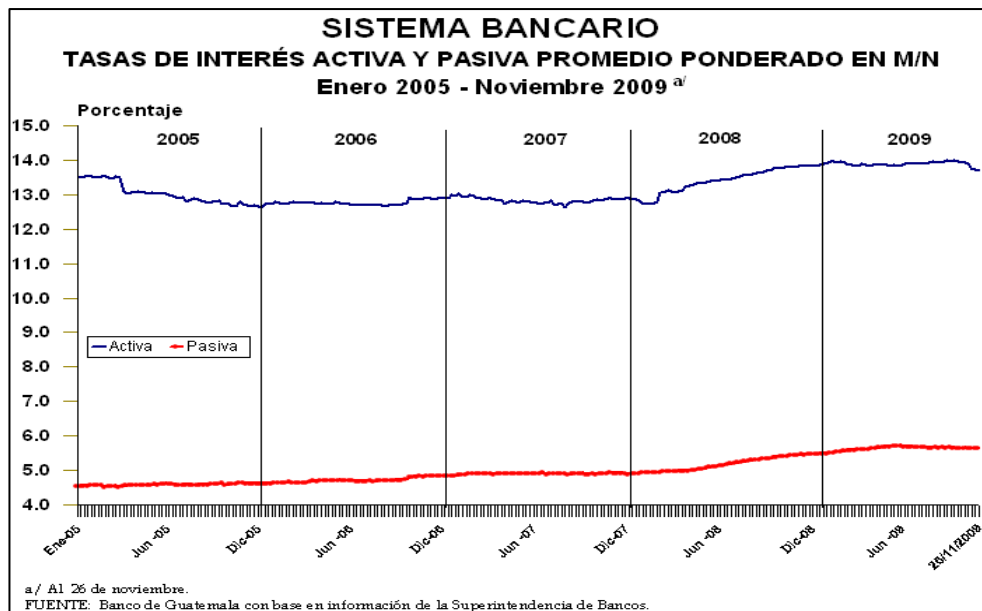
a) En moneda nacional

Durante el período enero-noviembre de 2009, las tasas de interés, promedio ponderado, registraron un comportamiento estable, con leve tendencia hacia la baja en el caso de la tasa activa; y, hacia el alza en el caso de la tasa pasiva. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado³⁶, al 26 de noviembre se situó en 13.22%, inferior en 0.18 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2008 (13.40%)³⁷. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó en 5.65%, superior a la registrada al 31 de diciembre 2008 (5.47%)³⁸.

³⁶ Datos ajustados.

³⁷ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 12.42%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 se situó en 12.23%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa se ubicó en 14.04%, en tanto que al 26 de noviembre de 2009 se situó en 14.36%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 19.75%, mientras que al 26 de noviembre se situó en 19.08%.

³⁸ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 5.15%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 fue de 5.30%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 5.90%, en tanto que, al 26 de noviembre de 2009 se ubicó en 6.12%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se situó en 6.84%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 se ubicó en 7.17%.



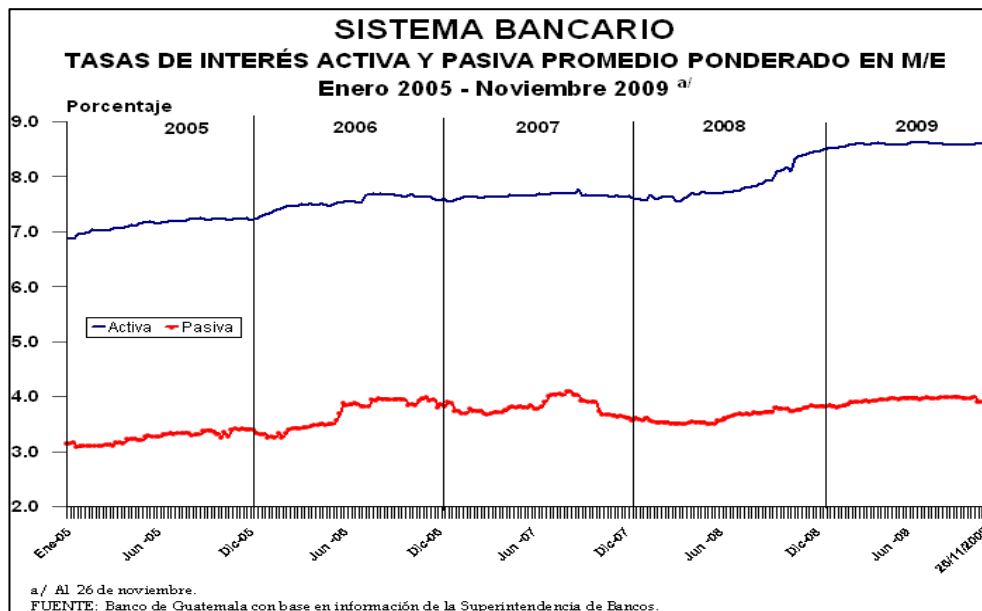
b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-noviembre de 2009 exhibieron una tendencia al alza, aunque moderada respecto de la registrada en el último cuatrimestre de 2008, cuando se intensificó la crisis financiera internacional. En efecto, al 26 de noviembre, la tasa de interés activa se situó en 8.59%, superior en 0.13 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2008 (8.46%)³⁹. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró un aumento, al pasar de 3.82% en diciembre de 2008 a 3.90% al 26 de noviembre de 2009⁴⁰.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera aumentó 0.05 puntos porcentuales, al pasar de 4.64 puntos porcentuales en diciembre de 2008 a 4.69 puntos porcentuales el 26 de noviembre de 2009.

³⁹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 7.91%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 fue de 7.84%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2008 se ubicó en 9.69%, en tanto que al 26 de noviembre de 2009 se situó en 10.15%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés activa fue de 9.88%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 se situó en 13.49%.

⁴⁰ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2008, registró un nivel de 3.59%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 fue de 3.55%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2008, fue de 3.94%, en tanto que al 26 de noviembre de 2009 se ubicó en 4.11%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2008, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.24%, mientras que al 26 de noviembre de 2009 se situó en 5.71%.



I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

1. En moneda nacional

a) Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2008 y el 30 de noviembre de 2009, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró una reducción de Q2,186.9 millones, al pasar de Q7,508.4 millones a Q5,321.5 millones. Dicha disminución, como se analiza más adelante, fue contrarrestada por un incremento en las OEM con vencimientos superiores a 7 días por Q1,637.7 millones. El citado comportamiento de las OEM estuvo determinado, fundamentalmente, por las inversiones del sistema bancario. El aumento en las operaciones mayores a 7 días es congruente con la estrategia de colocación por fechas de vencimiento para estandarizar los vencimientos y crear puntos de liquidez a plazos más largos, con el propósito de coadyuvar al desarrollo del mercado secundario.

Con relación al citado cambio en la composición de las OEM, vale mencionar que derivado de la intensificación de la crisis financiera internacional, en el último trimestre de 2008, los bancos del sistema empezaron a concentrar sus recursos disponibles en inversiones en Depósitos a Plazo (DP) en el Banco de Guatemala a 7 días plazo, debido, principalmente, a expectativas de una reducción importante en los flujos provenientes del exterior por concepto de líneas de crédito. En la medida en que dicha situación ha variado en 2009, los bancos del sistema empezaron a redistribuir su liquidez, reduciendo sus inversiones a 7 días y aumentando las de plazos más largos.

El Comité de Ejecución, en octubre de 2009, tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas agotó su cupo de colocación de Bonos del Tesoro correspondientes a 2009, estimó conveniente que el Banco de Guatemala realizara operaciones de estabilización monetaria

para esterilizar liquidez de naturaleza estructural, mediante la captación de DP a plazos mayores a un año. Con dicha medida, abrió un espacio temporal en el mercado para las colocaciones de DP de largo plazo, que permitiera extender el perfil de vencimientos de dichas operaciones, propiciando por esa vía, el traslado de liquidez de corto plazo a plazos mayores. En ese sentido, el Comité acordó que se convocaran licitaciones de DP a los plazos de 3, de 5 y de 8 años, a partir del lunes 26 de octubre de 2009, en adición a las licitaciones de DP por fechas de vencimiento. Para dichas licitaciones, adoptó la modalidad aplicada durante el presente año por el Ministerio de Finanzas Públicas; es decir, sin cupos preestablecidos; el pago de intereses en forma semestral y las tasas de interés determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas.

b) Por fecha de vencimiento

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

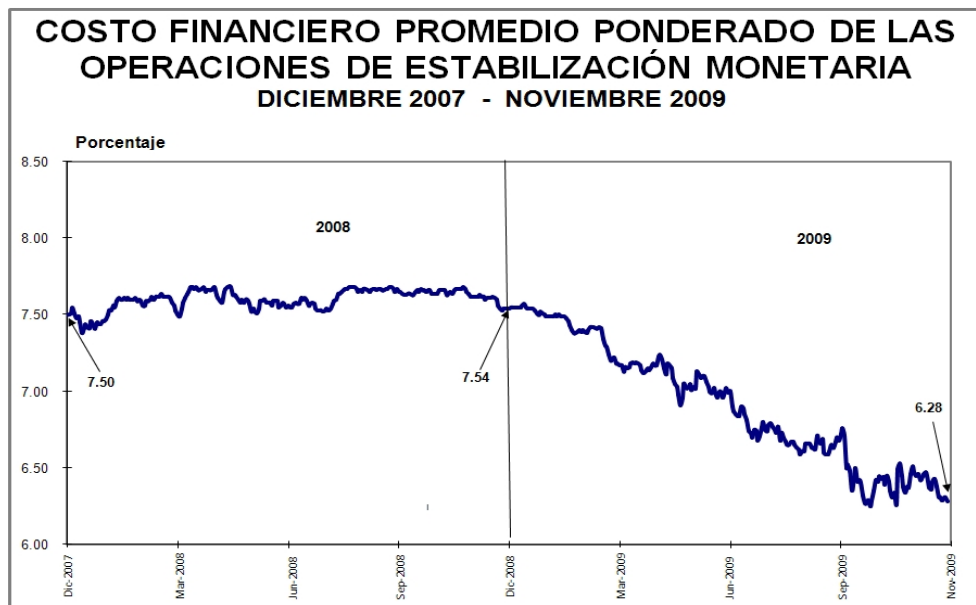
En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones del 5 de enero al 23 de febrero de 2009, se establecieron las siguientes: 9 de marzo, 8 de junio, 7 de septiembre y 7 de diciembre, de 2009. Para las licitaciones realizadas a partir del 2 de marzo, la fecha de vencimiento 9 de marzo de 2009 fue sustituida por la del 8 de marzo de 2010. Para las licitaciones realizadas a partir del 1 de junio, la fecha de vencimiento 8 de junio de 2009 fue sustituida por la del 7 de junio de 2010. Para las licitaciones realizadas a partir del 31 de agosto, la fecha de vencimiento 7 de septiembre de 2009 fue sustituida por la del 6 de septiembre de 2010. Asimismo, se aprobó que en adición a las fechas de vencimiento vigentes en ese momento, se convocara, a partir del 26 de octubre de 2009, a las fechas de vencimiento 6 de diciembre de 2010 y 7 de marzo de 2011.

El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada una de las fechas de vencimiento, los cuales se fijaron tomando en cuenta los vencimientos de DP originalmente colocados por medio de licitaciones, el excedente de liquidez previsto en el Programa Monetario y Fiscal y el criterio de propiciar la reducción gradual del saldo de las OEM al plazo de 7 días.

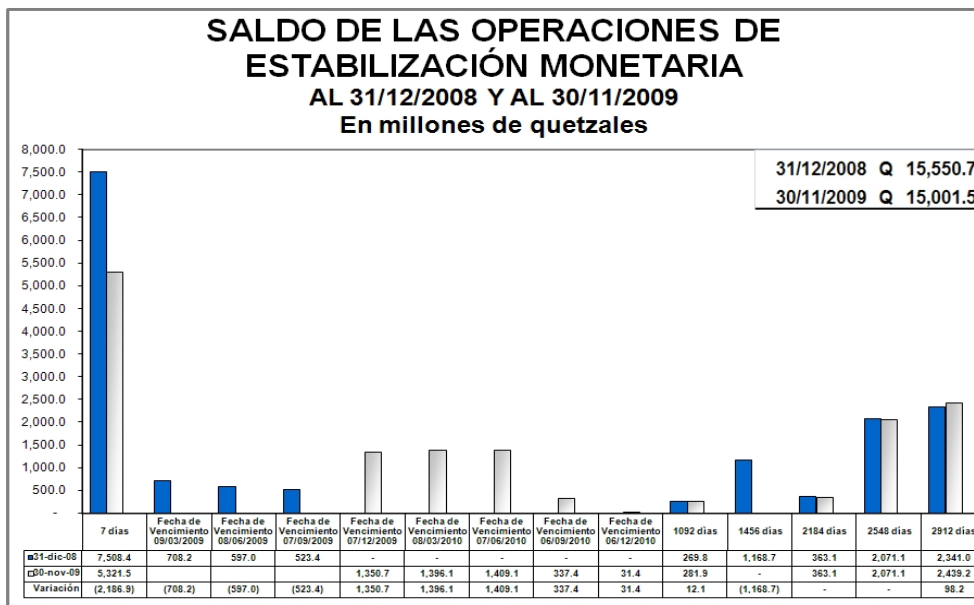
Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, se estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, por fechas de vencimiento y por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados. Los precios de adjudicación fueron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

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

El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2008 al 30 de noviembre de 2009 mostró un comportamiento descendente, al pasar de 7.54% a 6.28%, como resultado, principalmente, de la disminución de la tasa de interés líder de la política monetaria y de la transmisión de dicha disminución a las tasas de interés correspondientes a otros plazos.



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



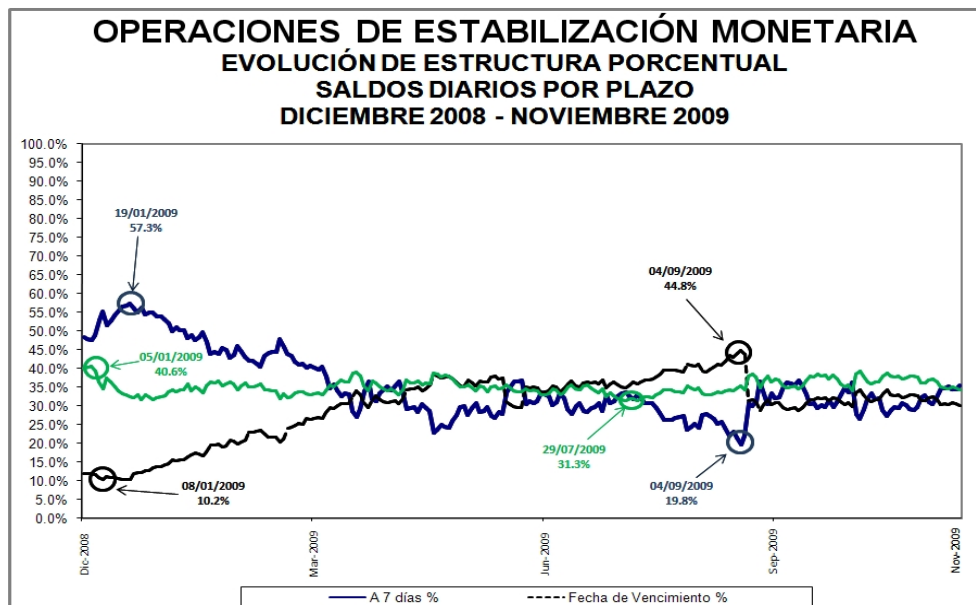
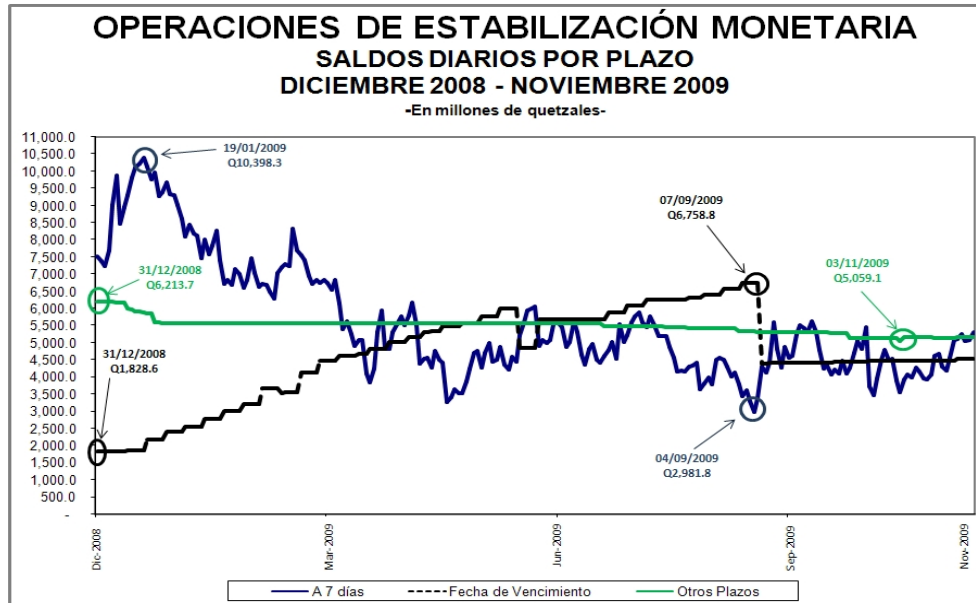
El saldo de las OEM por plazo de captación puede dividirse en operaciones a 7 días (a la tasa de interés líder de la política monetaria), en operaciones por fecha de vencimiento y en operaciones a plazos mayores.

Como se observa en las gráficas siguientes, durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron el 19 de enero de 2009 un saldo máximo de Q10,398.3 millones (57.3% del total) y el 4 de septiembre de 2009 un mínimo de Q2,981.8 millones (19.8% del total).

Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron el 7 septiembre de 2009 un saldo máximo de Q6,758.8 millones (43.7% del total) y el 31 de diciembre de 2008 un saldo mínimo de Q1,828.6 millones (11.8% del total).

En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron el 31 de diciembre de 2008 un saldo máximo de Q6,213.7 millones (40.0% del total) y el 3 de noviembre de 2009 un saldo mínimo de Q5,059.1 millones (38.7% del total).

El saldo de las OEM al 30 de noviembre de 2009 ascendió a Q15,001.5 millones, del cual Q5,321.5 millones (35.5%) correspondió al plazo de 7 días, Q4,524.7 millones (30.1%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q5,155.3 millones (34.4%) a otros plazos.



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

En ese contexto, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, a la tasa de interés que mantenga el margen de 1.50 puntos porcentuales sobre la tasa de interés líder de la política monetaria. Las operaciones de



inyección de liquidez se garantizan con Certificados de Depósitos a Plazo del Banco de Guatemala o con títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

Como consecuencia de la reducción más reciente a la tasa de interés líder de la política monetaria decidida por la Junta Monetaria, vigente a partir del 16 de septiembre de 2009, la tasa de interés para operaciones de inyección de liquidez para 7 días se sitúa en 6.00%. La última operación de inyección de liquidez se realizó el 17 de julio, por lo que al 30 de noviembre no existían operaciones vigentes.

IV. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO ESTADÍSTICO

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

En 2009 se continuaron los esfuerzos por consolidar la implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), edición 2000, del Fondo Monetario Internacional, a efecto de que las estadísticas monetarias y financieras del país se compilen, respetando el marco metodológico que incorpora las mejores prácticas internacionales.

En ese sentido, durante 2009 se continuó fortaleciendo el proceso de armonización de las estadísticas monetarias y financieras a nivel de Centroamérica, República Dominicana y Panamá. En efecto, el conjunto de cuadros estadísticos armonizados, que responden a criterios de clasificación de instrumentos financieros y de sectorización, conforme a estándares estadísticos internacionales, están disponibles al público en los respectivos sitios de internet de los bancos centrales de la región y de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

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

El Banco de Guatemala, en lo relativo al tratamiento estadístico del sector externo, implementó desde finales de 2008 el Quinto Manual de Balanza de Pagos. En este sentido, durante 2009 se continuaron realizando acciones concretas; en primer lugar, entre el 15 de junio y el 11 de septiembre, el Banco de Guatemala continuó con el programa de encuestas empresariales e institucionales (Quinta Encuesta del Sector Externo –ENCSE5-), con el objetivo de recopilar información económica y financiera de las entidades siguientes: a) empresas de inversión extranjera directa; b) empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional; c) instituciones privadas que recibieron donaciones del exterior; d) organismos internacionales residentes en Guatemala; y, e) empresas que realizan transacciones de otros servicios con el exterior.



C. AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES TRIMESTRALES

En 2009 se avanzó en la elaboración de las Cuentas Nacionales Trimestrales, dentro del marco conceptual del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 (SCN93) y de acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia.

En ese sentido, en julio de 2009 a solicitud de las Autoridades del Banco de Guatemala, se llevó a cabo una misión de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI), en materia de estadísticas de cuentas nacionales trimestrales, la cual se enfocó en evaluar las fuentes y métodos utilizados para compilar dichas cuentas y en realizar una evaluación de los resultados obtenidos, los formatos utilizados y las explicaciones metodológicas de la serie referida al periodo comprendido del primer trimestre de 2001 al primer trimestre de 2009.

Asimismo, en septiembre de 2009 se obtuvieron los resultados preliminares correspondientes al segundo trimestre de 2009, tanto por el enfoque de la producción como por el enfoque del gasto y actualmente se están integrando los cálculos trimestrales del PIB correspondientes al tercer trimestre de 2009.

Por otra parte, se continuó con el levantamiento de las encuestas trimestrales para las actividades de industria manufacturera y de servicios, las cuales se utilizan permanentemente en la estimación de las cuentas nacionales trimestrales de dichas actividades económicas.

D. AVANCES EN LA ELABORACIÓN DE LA MATRIZ DE INSUMO PRODUCTO

En 2009 se finalizó la conformación de la Matriz de Insumo Producto, correspondiente al año 2006, utilizando como insumo principal la información definitiva proveniente del Sistema de Cuentas Nacionales 1993.

Actualmente dicha matriz se encuentra en proceso de revisión y validación por parte de una consultoría externa contratada por el Banco Central, a efecto de que la misma sea evaluada en cuanto al cumplimiento metodológico requerido por las mejores prácticas internacionales en este tipo de instrumentos, para posteriormente efectuar la conformación del Modelo de Demanda y Modelo de Precios, como principal factor de análisis de la Matriz de Insumo Producto.

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

A. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria en resolución JM-161-2008 determinó la importancia de la cuantificación de los mecanismos de transmisión de política monetaria. Dada la relevancia de lo anterior y el programa de actividades aprobado para el efecto, se estima que para principios de 2010 se finalice dicha cuantificación.

B. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

Se procedió a estimar económicamente las principales ecuaciones del MMS para actualizar su calibración, que constituye la versión 2 del modelo. Derivado de lo anterior, el segundo, el tercero y el cuarto corrimiento del MMS en 2009 se realizó con la versión 2 del citado modelo, de manera que se ha finalizado dicha tarea.

C. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL (MME)

La Junta Monetaria en resolución JM-161-2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, con relación al Modelo Macroeconómico Estructural (MME), dispone lo siguiente:

“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”.

En tal sentido y con base en el programa de actividades aprobado para el efecto, se espera continuar en los próximos meses con el desarrollo de la agenda programada para el año.

D. AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, en resolución JM-161-2008, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, con relación a los ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria, dicha resolución establece lo siguiente:

“Tomando en cuenta la necesidad de acelerar el proceso de fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, que incluye el fortalecimiento del mercado secundario de valores, para incrementar la efectividad de ésta y facilitar el cumplimiento de sus objetivos, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el primer semestre de 2009, presente a consideración de la Junta Monetaria una propuesta de ajustes a los procedimientos operativos para la implementación de la política monetaria.”

Para dar cumplimiento a esta disposición, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron el 23 de septiembre de 2009, a la Junta Monetaria, una propuesta de ajuste a los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual toma en cuenta las recomendaciones contenidas en el informe elaborado sobre el particular por una misión de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional desarrollada en 2008⁴¹ y en 2009.

Los referidos ajustes, contemplan las acciones siguientes: afinar el pronóstico diario de liquidez, a efecto de realizar proyecciones y determinar diariamente si existen excedentes o faltantes de liquidez; adoptar un mecanismo para neutralizar o inyectar liquidez, mediante subastas

⁴¹ International Monetary Fund (2008). *Guatemala – Developing Secondary Public Debt Markets and Enhancing Monetary Operations*. Monetary and Capital Markets Department. December.



diarias y ventanilla de facilidades permanentes; realizar las operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de 7 días por fechas de vencimiento, utilizando subastas de precio múltiple; y, ajustar e implementar los sistemas informáticos de negociación y de registro, a efecto de que los depósitos a plazo registrados en custodia en el Banco de Guatemala sean restituidos a su vencimiento de manera automática.

Dichas acciones están orientadas a que en el mediano plazo se defina la tasa de interés líder de política monetaria, como tasa de interés de referencia para operaciones *overnight*; que se realicen las operaciones de estabilización monetaria de neutralización o de inyección de liquidez, mediante subastas diarias, al plazo de un día; y, que se establezcan las ventanillas de facilidades permanentes (de neutralización o de inyección de liquidez), las cuales operarían al plazo de un día (*overnight*).


VI. CONCLUSIONES

- a) La Ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2009, se ha llevado a cabo en un escenario internacional complejo, caracterizado por la recesión de las economías avanzadas, especialmente de los Estados Unidos de América, de la Zona del Euro y de Japón (las cuales comenzaron a dar señales de recuperación en el segundo trimestre del año, a pesar de los elevados niveles de desempleo).
- b) La política monetaria disciplinada, la marcada reducción de los precios de las materias primas a partir del segundo semestre de 2008 y la desaceleración económica, permitieron que el ritmo inflacionario disminuyera en el presente año, ubicándose en noviembre de 2009 en -0.61%, por debajo del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para 2009 (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que generó en el presente año un espacio para la implementación de una política monetaria flexible (reducción de 275 puntos básicos en la tasa de interés líder), espacio que fue cubierto dentro de un marco de prudencia y gradualidad con el propósito de no crear distorsiones en otros precios macroeconómicos, como la tasa de interés y el tipo de cambio nominal.
- c) La política macroeconómica disciplinada, aunada a los esfuerzos por continuar el fortalecimiento del sistema bancario, facilitaron la aprobación por parte del Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) de un Acuerdo *Stand By* de carácter precautorio que permite al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes por aproximadamente US\$935.0 millones para apoyo de balanza de pagos. Conforme a la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos de desempeño del programa se cumplieron y según el comunicado del 12 de noviembre de 2009 dicho organismo, la evolución macroeconómica del país, en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a mitigar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica.




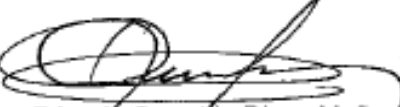
Atentamente,


 Juan Carlos Castañeda F.
 Director
 Depto. Estudios Económicos



 Sergio Javier López Toledo
 Subdirector
 Depto. Investigaciones Económicas


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

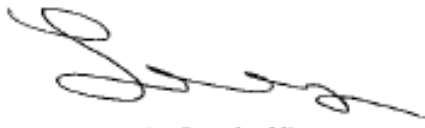

 Otto René López F.
 Director
 Depto. Estadísticas Económicas


 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

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 10 de diciembre de 2009.



ANEXOS

ANEXO 1 PRODUCTO INTERNO BRUTO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

Se estima que el PIB crezca 0.6% en 2009 (3.3% en 2008), como resultado de que, con excepción de las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, y de *Administración pública y defensa*, la mayoría de actividades económicas muestren tasas de crecimiento menos dinámicas a las observadas en 2008 y, en algunos casos, se espera que exhiban tasas de variación negativas (*Explotación de minas y canteras; Construcción; y Comercio al por mayor y al por menor*).

Para la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.4% en el PIB) se estima un crecimiento de 1.7%, superior al registrado en 2008 (0.9%). De conformidad con información reciente de gremiales y asociaciones de productores, así como del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), este comportamiento estaría influenciado, principalmente, por la recuperación esperada en la producción de los cultivos tradicionales, los cuales se espera registren un crecimiento de 5.8% (-1.6% en 2008). Dicho crecimiento esperado se explica, fundamentalmente, por el incremento de 18.0% en la producción de banano (0.2% en 2008) y por la recuperación en la producción de cardamomo, que pasaría de una tasa de -20.0% en 2008 a una de 0.5% en 2009. Por su parte, la producción de los cultivos no tradicionales estaría mostrando una caída de 0.2% (crecimiento de 0.6% en 2008), asociado, principalmente, a la reducción en los niveles de producción de los cultivos de maíz, frijol y hortalizas, para los que se estiman tasas de -7.0%, -3.3% y -1.1%, respectivamente (5.4%, 2.8% y 2.5%, en su orden, en 2008).

En lo relativo a la producción de café, se espera una disminución en su tasa de crecimiento, al pasar de 2.5% en 2008 a -0.3% en 2009. Según estimaciones de la Asociación Nacional del Café (Anacafé), para el presente año se prevé una menor demanda externa de este producto, lo cual, aunado a menores precios internacionales del aromático respecto del año anterior, estaría afectando negativamente el nivel de producción. En efecto, según las estadísticas de comercio exterior a octubre de 2009, el volumen de exportaciones de café oro presenta una tasa de variación de -1.5% respecto al mismo periodo del año previo, cuando éstas habían registrado un crecimiento de 0.4%.

En el caso de la producción de banano, se estima un incremento de 18.0% en el volumen de producción, superior al crecimiento mostrado en 2008 (0.2%). Según información de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S. A. (BANDEGUA) y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S. A. (COBIGUA), el mayor dinamismo sería producto del incremento en la demanda externa, en particular, de los Estados Unidos de América, debido a que Costa Rica y Panamá disminuyeron sus niveles de exportación hacia dicho mercado, como resultado de las inundaciones registradas en sus áreas cultivadas. De acuerdo con las estadísticas

de comercio exterior a octubre de 2009, se registra un crecimiento de 26.5% en el volumen exportado de banano (-3.9% respecto del mismo periodo de 2008).

En cuanto a la producción de caña de azúcar, de acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), para la zafra 2008/2009 se prevé una producción de 442.5 millones de quintales, mayor en 23.5 millones de quintales a la zafra 2007/2008, lo que en términos porcentuales significaría un crecimiento de 5.6% (2.4% en 2008). Dicho comportamiento estaría asociado, básicamente, a un incremento en el área sembrada de 5.7 miles de manzanas, así como a un mayor nivel de producción, derivado de una mayor demanda externa del edulcorante.

En lo que se refiere a la producción de cardamomo, se prevé un aumento de 0.5% respecto del año previo (-20.0%). Dicho comportamiento estaría explicado, según apreciaciones de productores locales de la especia, por las mejoras introducidas en el cultivo, debido al incentivo de los mejores precios internacionales observados durante los últimos dos años.

En lo relativo a la producción de maíz y frijol se estiman caídas de 7.0% y de 3.3%, respectivamente (crecimiento de 5.4% y 2.8%, en su orden, en 2008). Según apreciaciones del MAGA, el comportamiento esperado para estos productos se asocia, principalmente, a las condiciones climáticas adversas, en particular, a la sequía que afectó parte del territorio nacional.

En las subactividades de crianza de ganado bovino y de aves de corral, para 2009 se espera un crecimiento de 0.7% y 1.7%, respectivamente (2.1% y 2.7%, en su orden, en 2008). De acuerdo con información de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat), del MAGA y de la Asociación Nacional de Avicultores (ANAVI), dicho comportamiento estaría sustentado, fundamentalmente, en la reducción prevista en la demanda interna.

En cuanto a la producción silvícola y de extracción de madera, se estima un crecimiento de 2.5% (6.2% en 2008). De acuerdo con información del Instituto Nacional de Bosques (INAB), el menor dinamismo previsto se explicaría, fundamentalmente, por una reducción en la producción de leña, hule natural y otras gomas y resinas naturales, como resultado del menor dinamismo esperado en la demanda intermedia de estos productos por parte de las actividades industriales.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB) se espera una menor contracción, al pasar de -4.3% en 2008 a -1.1% en 2009. Este comportamiento se encuentra explicado, por una parte, por el mayor dinamismo esperado en la extracción de minerales metálicos, que estaría mostrando un crecimiento de 7.9% (-0.6% en 2008) y, por la otra, por una menor caída esperada en la extracción de petróleo y de gas natural, actividad que, con información del Ministerio de Energía y Minas (MEM) a octubre de 2009, pasaría de una tasa de -7.3% en 2008 a una de -4.4% en 2009. Ambas actividades representan el 75.8% del comportamiento total de la actividad. En cuanto a la extracción de piedra, arena y arcilla, se prevé una caída de 7.4%, mayor a la registrada en 2008 (-4.3%), explicada por una menor demanda por parte del sector construcción.

En el caso de la *Industria manufacturera* (con una participación de 18.3% en el PIB), se espera un crecimiento de 1.0%, tasa inferior a la observada en 2008 (2.0%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al crecimiento de 2.4% que se prevé en la industria de alimentos, bebidas y tabaco, el cual es menos dinámico al registrado en 2008 (3.0%). Este resultado estaría sustentado, principalmente, por la menor demanda de bebidas alcohólicas, de cerveza y de cigarrillos, asociada a la disminución en el gasto de consumo privado. En contraste, se estima una reducción de 4.3% en la producción de textiles y prendas de vestir (-0.7% en 2008), la cual, según apreciaciones de la Comisión de la Industria de Vestuario y Textiles de Guatemala (Vestex), estaría influenciada por la disminución de pedidos externos de dichos productos, como resultado de la recesión económica mundial, en especial, la contracción económica registrada en los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos.

Se prevé una reducción en la demanda de productos industriales destinados a la construcción, principalmente, cemento y artículos de hormigón, como consecuencia de la importante caída prevista en la actividad construcción.

La actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima registre un crecimiento de 0.1% (1.6% en 2008). Según información del Administrador del Mercado Mayorista (AMM), el comportamiento menos dinámico de esta actividad es resultado de la reducción prevista en la demanda de energía eléctrica, tanto intermedia como final, derivada del menor crecimiento esperado en la mayoría de actividades económicas y de la pérdida de dinamismo del consumo privado. Al respecto, se prevé que el valor agregado de la subactividad de generación, captación y distribución de energía eléctrica (que representa el 82.4% de esta actividad) registre una caída de 0.2% (crecimiento de 0.3% en 2008).

La actividad *Construcción* (con una participación de 3.3% en el PIB), se espera registre una contracción de 13.4% (-0.8% en 2008). Dicho comportamiento sería resultado, principalmente, de la disminución, por segundo año consecutivo, en la construcción de edificaciones⁴². En efecto, se estima una disminución tanto en la construcción de edificios residenciales como no residenciales, como resultado de la menor cantidad de metros autorizados de construcción en 2008 y durante el primer semestre de 2009, cuya realización concluiría en este último año. Cabe mencionar que para 2009 la superficie de construcción realizada para este tipo de obras, en el área metropolitana, se espera registre una caída de 38.6%, superior a la observada en 2008 (-16.8%).

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se estima que para 2009 registre una variación negativa de 1.6% (2.0% de crecimiento en 2008), explicada, principalmente, por una caída esperada en las importaciones de bienes comercializables, así como por la pérdida de dinamismo prevista en la producción de bienes industriales.

⁴² Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, ampliaciones, paredes y reparaciones; así como aquella para uso de comercios y oficinas; industrias, bodegas y/o talleres.



Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.8% en el PIB) se prevé un crecimiento de 4.8% para 2009 (14.6% en 2008), comportamiento asociado a la evolución esperada de las subactividades de transporte y de correo y comunicaciones, las que explican el 94.1% del valor agregado de esta actividad.

En lo que corresponde a la subactividad transporte, se estima que podría registrar un crecimiento de 1.5% para 2009 (2.2% en 2008), influenciado, principalmente, por la disminución prevista en el transporte por vía terrestre, el cual se estima crezca 1.6% (2.5% en 2008), derivado de la caída esperada en las transacciones del comercio internacional del país, situación que reduciría el volumen de carga.

Por su parte, en la subactividad correo y comunicaciones, se prevé un crecimiento de 7.2% para 2009 (22.3% en 2008), asociado, principalmente, a la desaceleración esperada en las telecomunicaciones, las cuales se estima crezcan 7.7% (23.5% en 2008), explicada, fundamentalmente, según información proporcionada por empresas operadoras de telefonía, por la disminución de los minutos promedio consumidos por los usuarios, así como por una fuerte desaceleración en la activación de líneas telefónicas, debido a la saturación del mercado de telefonía celular.

En lo que concierne a la actividad de *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con una participación de 4.4% en el PIB), se prevé que para 2009 registre una tasa de crecimiento de 6.3% (8.3% en 2008), asociada a un comportamiento menos dinámico en la actividad bancaria, como resultado de la desaceleración del crédito bancario al sector privado. En efecto, el resultado neto del sistema bancario⁴³ a octubre de 2009 muestra una tasa de crecimiento de 0.9%, inferior a la reportada al mismo periodo del año previo (30.2%).

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.2% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.1% para 2009 (3.6% en 2008), explicada por una menor oferta de viviendas nuevas destinadas al arrendamiento, debido a la reducción en los metros de construcción de edificaciones residenciales.

En lo relativo a la actividad *Servicios privados* (con una participación de 15.9% en el PIB), se espera que muestre una tasa de crecimiento de 1.5% para 2009 (6.2% en 2008). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al menor dinamismo esperado en las actividades industriales y de transporte, así como a la contracción prevista en la actividad de comercio al por mayor y al por menor, principales demandantes de dichos servicios. Dentro de esta actividad, destaca la caída de 2.9% esperada en la subactividad hoteles y restaurantes (4.9% de crecimiento en 2008), así como en la desaceleración de las subactividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, al pasar de 8.1% en 2008 a 2.1% en 2009. Ambas representan el 54.4% del total de servicios privados.

⁴³ Se refiere a la ganancia o pérdida neta reportada en el estado de resultados consolidado del sistema bancario.

En lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.2% del PIB), se estima que para 2009 registre una tasa de crecimiento de 13.3%, superior a la registrada en 2008 (4.3%). Este resultado se explicaría, principalmente, por el comportamiento más dinámico de las remuneraciones pagadas por el gobierno central, las cuales a octubre de 2009 muestran una tasa de crecimiento de 20.1% (11.4% al mismo periodo de 2008), asociado a un mayor número de contrataciones de personal en el Ministerio de Educación.

A continuación se presenta un cuadro que contiene la estimación del PIB por el origen de la producción, en donde se observa que la incidencia de la contracción de las actividades de *Construcción* y de *Comercio al por mayor y al por menor* en la tasa de variación del PIB para 2009, es contrarrestada por la contribución positiva del resto de actividades económicas, en particular, por la *Administración pública y defensa* y por la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones*.

PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2008-2009
Millones de quetzales constantes a precios de 2001

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2008 ^{p/}	2009 ^{e/}	Variación (%)		Contribución en la variación (%)	
			2008	2009	2008	2009
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	25,467.6	25,912.9	0.9	1.7	0.1	0.2
2. Explotación de minas y canteras	1,240.7	1,227.5	-4.3	-1.1	0.0	0.0
3. Industrias manufactureras	35,197.2	35,536.7	2.0	1.0	0.4	0.2
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,952.4	4,956.4	1.6	0.1	0.0	0.0
5. Construcción	7,491.7	6,486.2	-0.8	-13.4	0.0	-0.5
6. Comercio al por mayor y al por menor	23,020.0	22,641.0	2.0	-1.6	0.2	-0.2
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	19,915.8	20,870.9	14.6	4.8	1.4	0.5
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	8,051.3	8,559.9	8.3	6.3	0.3	0.3
9. Alquiler de vivienda	19,231.8	19,824.3	3.6	3.1	0.4	0.3
10. Servicios privados	30,431.3	30,881.5	6.2	1.5	1.0	0.2
11. Administración pública y defensa	12,321.7	13,965.7	4.3	13.3	0.3	0.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO ^{a/}	192,840.1	193,949.1	3.3	0.6		

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 estadística que proviene de utilizar estructuras de precios base móvil, de conformidad con la metodología sugerida en el Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN93).

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

Finalmente, debido al contexto en el que se desarrolló la economía nacional durante 2009, caracterizado, como se indicó, por la profundización de la crisis financiera internacional y por el deterioro de varios indicadores macroeconómicos de los principales socios comerciales del país y



de la economía nacional, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizaron diversas revisiones a la tasa de crecimiento económico del país para 2009. En efecto, en marzo se estimó una tasa de crecimiento en un rango de entre 1.0% y 2.0%, en julio, se revisó a la baja a un rango de entre 0.4% y 1.2% y en noviembre, como se indicó, se estimó una tasa de crecimiento de 0.6%.

ANEXO 2 COMERCIO EXTERIOR ESTIMADO PARA 2009

De acuerdo con las estimaciones para 2009, el saldo de la balanza comercial estaría determinado por la reducción en el valor FOB de las exportaciones de US\$666.6 millones (-8.5%) y en el valor FOB de las importaciones de US\$2,819.0 millones (-21.0%).

En cuanto al valor FOB de las exportaciones, éste sería de US\$7,179.9 millones, menor en 8.5% al registrado en 2008. El valor FOB de las exportaciones de los principales productos aumentaría en US\$32.5 millones (1.7%), mientras que el de los otros productos disminuiría en US\$660.0 millones (-11.3%) respecto de 2008.

El leve aumento del rubro de los Principales Productos, obedecería, principalmente, al comportamiento del valor de las exportaciones de banano, que a diciembre de 2009 se ubicaría en US\$534.3 millones, monto superior en US\$219.4 millones (69.7%) al registrado a diciembre de 2008, lo cual se explicaría tanto por el incremento de 30.2% en el volumen exportado, al pasar de 28,189.6 miles en 2008 a 36,700.4 miles en diciembre de 2009 como por el alza de US\$3.39 en el precio medio por quintal exportado. De acuerdo con la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. (BANDEGUA), la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. (COBIGUA) y la Asociación de Productores Independientes de Banano de Guatemala (APIB), el referido comportamiento estaría asociado al incremento en la demanda internacional (principalmente de los Estados Unidos de América), a la mejora en los procesos productivos y al incremento en el número de productores independientes.

El valor de las exportaciones de azúcar también sería mayor en US\$57.0 millones (15.1%) al de 2008, reflejo tanto del aumento en el volumen (miles de quintales) como del precio medio. El primero aumentaría en 1,922.6 (6.8%), al pasar de 28,194.0 a 30,116.6, mientras el precio medio mejoró al pasar de US\$13.41 a US\$14.45. Según la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), este comportamiento se asociaría a un mayor rendimiento en la cosecha y al hecho de que India, uno de los principales productores, redujo las áreas destinadas a la siembra de la caña de azúcar y en Europa del Este se ha experimentado una merma en la producción de remolacha.

El valor de las exportaciones de cardamomo, de situarse en US\$253.2 millones, sería superior en US\$45.2 millones (21.7%) al de 2008, derivado principalmente del incremento en el precio por quintal, que pasaría de US\$435.70 a US\$641.99, pues el volumen disminuiría en 83.0 miles de quintales (-17.4%), al pasar de 477.4 miles a 394.4 miles. Según el semanario internacional *The Public Ledger*, el incremento del precio del cardamomo se asocia a menores expectativas de producción del aromático a nivel mundial.

El valor de las exportaciones de café se situaría en US\$565.8 millones, monto menor en US\$80.4 millones (-12.4%) al registrado el año anterior, resultado de un menor volumen exportado (-1.8%), al pasar de 5,000.8 miles en 2008 a 4,908.5 miles y menor precio medio por quintal



(US\$115.27, inferior en US\$13.95 al del año anterior). De conformidad con el servicio informativo *Bloomberg*, la disminución en el precio medio se asocia, por un lado, a un menor consumo del aromático, derivado de la situación económica mundial y, por el otro, a un incremento en la oferta del grano por parte de Brasil, Indonesia y Vietnam, principales exportadores mundiales. Por su parte, según la Asociación Nacional del Café (Anacafé), la disminución en el volumen exportado está asociada a un incremento en los costos de producción y comercialización.

El valor de las exportaciones de petróleo, sería de US\$165.0 millones, inferior en US\$208.7 millones (-55.8%) al registrado el año anterior, producto tanto de la reducción en el volumen de 709.8 miles de barriles (-14.9%), que pasaría de 4,775.5 a 4,065.7 y de la reducción en el precio medio que pasaría de US\$78.25 a US\$40.58. Según el Ministerio de Energía y Minas, la disminución en el volumen exportado se asocia a una paulatina reducción en las reservas petrolíferas, reparaciones técnicas y vencimientos de algunos contratos de explotación. Por su parte, la disminución en el precio internacional del petróleo sería inducida por la merma en la demanda mundial, como consecuencia de la recesión económica internacional.

El valor de las exportaciones de Otros Productos sería de US\$5,166.0 millones, inferior en US\$660.0 millones (-11.3%) al registrado en 2008, resultado de la disminución en las exportaciones a Centroamérica (-13.0%) y al Resto del Mundo (-10.2%). Por otra parte, las exportaciones de bienes adquiridos en puerto se reducirían en US\$39.1 millones (-39.3%), al pasar de US\$99.6 millones a US\$60.5 millones.

El valor FOB de las importaciones⁴⁴ sería de US\$10,602.2 millones, menor en US\$2,819.0 millones (-21.0%) al registrado en 2008, asociado al menor desempeño económico y a la disminución en los precios internacionales de algunas materias primas e insumos.

En lo que respecta a las importaciones de mercancías generales, destacaría la reducción en los rubros de combustibles y lubricantes (-32.7%); materias primas y productos intermedios (-24.6%); maquinaria, equipo y herramienta (-18.9%); materiales de construcción (-18.4%); y, bienes de consumo (-8.2%). Por otra parte, las importaciones de bienes adquiridos en puerto disminuirían en US\$1.1 millones (-42.5%).

⁴⁴ En el marco metodológico del MBP5, el valor de las importaciones se consigna como FOB. El valor FOB de los bienes importados es el precio pagado hasta la frontera aduanera de la economía exportadora; es decir, no incluye los gastos efectuados por concepto de seguros y flete, ya que los mismos se incluyen en la Balanza de Servicios.



**VALOR, VOLUMEN Y PRECIO MEDIO DE LAS EXPORTACIONES FOB
AÑOS: 2008 - 2009**

Concepto	2008 ^{P/}			2009 ^{P/}			Variaciones	
	Valor Millones US\$	Volumen Miles qq	Precio Medio	Valor Millones US\$	Volumen Miles qq	Precio Medio	Absoluta	Relativa
TOTAL DE MERCANCÍAS (1+2)	7,846.5			7,179.9			-666.6	-8.5
1- MERCANCÍAS GENERALES^{q/}	7,746.9			7,119.4			-627.5	-8.1
A- PRINCIPALES PRODUCTOS	1,920.9			1,953.4			32.5	1.7
Café	646.2	5,000.8	129.22	565.8	4,908.5	115.27	-80.4	-12.4
Azúcar	378.1	28,194.0	13.41	435.1	30,116.6	14.45	57.0	15.1
Banano	314.9	28,189.6	11.17	534.3	36,700.4	14.56	219.4	69.7
Cardamomo	208.0	477.4	435.70	253.2	394.4	641.99	45.2	21.7
Petróleo ^{1/}	373.7	4,775.5	78.25	165.0	4,065.7	40.58	-208.7	-55.8
B- OTROS PRODUCTOS	5,826.0			5,166.0			-660.0	-11.3
Centroamérica	2,366.4			2,059.0			-307.4	-13.0
- Comercio General	2,357.0			2,051.1			-305.9	-13.0
- Electricidad	9.4			7.9			-1.5	-16.0
Resto del Mundo	3,459.6			3,107.0			-352.6	-10.2
- Comercio General	3,459.6			3,107.0			-352.6	-10.2
2- BIENES ADQUIRIDOS EN PUERTOS	99.6			60.5			-39.1	-39.3

^{P/} Cifras preliminares

^{P/} Cifras proyectadas

^{1/} Incluye exportaciones amparadas por el Decreto 29-89 2,361.2

2,150.4

^{1/} Miles de barriles

VALOR DE LAS IMPORTACIONES FOB

AÑO 2008 - 2009

En millones de US Dólares

Concepto	2008 ^{P/}		2009 ^{Py/}		Variaciones	
	Valor	Estructura	Valor	Estructura	Absoluta	Relativa
Total Valor FOB (Comercio General)	13,421.2	100.0	10,602.2	100.0	-2,819.0	-21.0
1- MERCANCÍAS GENERALES */	13,418.6	100.0	10,600.7	100.0	-2,817.9	-21.0
A- BIENES DE CONSUMO	3,389.2	25.3	3,110.9	29.3	-278.3	-8.2
Duraderos	680.9	5.1	547.3	5.2	-133.6	-19.6
No Duraderos	2,708.3	20.2	2,563.6	24.2	-144.7	-5.3
B- COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES	2,677.0	19.9	1,802.6	17.0	-874.4	-32.7
C- MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS INTERMEDIOS **/	4,841.8	36.1	3,650.5	34.4	-1,191.3	-24.6
D- MATERIALES DE CONSTRUCCION	333.1	2.5	271.8	2.6	-61.3	-18.4
E- MAQUINARIA EQUIPO Y HERRAMIENTA	2,176.9	16.2	1,764.4	16.6	-412.5	-18.9
F- DIVERSOS	0.6	0.0	0.5	0.0	-0.1	-16.7
2- BIENES ADQUIRIDOS EN PUERTOS	2.6	0.0	1.5	0.0	-1.1	-42.5

^{P/} Cifras preliminares

^{Py/} Cifras proyectadas

*/ Incluye importaciones amparadas por el Decreto 29-89

1,584.3

1,298.9

**/ Incluye valor de importaciones de electricidad por

0.4

0.7

ANEXO 3 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA

El programa monetario revisado, contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas monetarias del balance del Banco Central a diciembre de 2009. A continuación se presenta el referido programa.

PROGRAMA MONETARIO FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2008 AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	PROGRAMADO	ESTIMADO	DIFERENCIA
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS US\$	-720	4,400	5,120
	-90	550	640
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	2,095	-3,674	-5,769
1. Posición con el Sector Público	2,615	2,926	311
1.1. Gobierno Central	2,239	2,110	-129
1.2. Resto sector público	376	816	440
2. Posición con bancos y financieras	-1,161	-1,181	-20
2.1. Crédito a bancos y financieras	-1	-1	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-1,160	-1,180	-20
3. Otros activos netos	882	-3,385	-4,267
3.1. Gastos y productos	439	355	-84
3.2. Activos netos no clasificados	444	-3,740	-4,184
4. OEM con el Sector Privado	-242	-2,035	-1,793
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	1,375	726	-649
OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público)	207	-1,201	-1,409

A. MONETIZACIÓN EXTERNA

En el programa monetario se previó que al finalizar 2009 el nivel de RMIN disminuiría en Q720.0 millones (US\$90.0 millones). La estimación de cierre prevé que al finalizar diciembre dichas reservas exhiban un aumento de Q4,400.0 millones (US\$550.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, lo que significa una diferencia de Q5,120.0 millones (US\$640.0 millones) respecto a lo programado. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) otorgada por el Fondo Monetario Internacional a Guatemala por el equivalente a US\$271.1 millones (Q2,169.0 millones), como parte de una estrategia de dicho organismo de incrementar los activos de reserva de los países miembros, ante la crisis financiera mundial. Adicionalmente se espera que en diciembre se reciba el primer



desembolso por US\$150.0 millones provenientes del “Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional”, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF).

B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

1. Posición con el sector público

De enero a diciembre del presente año, de conformidad con las últimas proyecciones fiscales, se espera que el Gobierno Central reduzca sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q2,110.0 millones, monto inferior en Q129.0 millones respecto a lo programado. Por su parte, la posición del resto del sector público registraría una monetización por Q816.0 millones, superior en Q440.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en DP por parte de las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

2. Posición con bancos y financieras

De acuerdo a lo programado, al finalizar 2009 los bancos del sistema registrarían un flujo desmonetizante por Q1,161.0 millones, como resultado del aumento del saldo de las cuentas encaje en el Banco de Guatemala, debido al crecimiento previsto de las captaciones bancarias con el sector privado. La estimación de cierre de dicha posición ascendería a Q1,181.0 millones, monto superior en Q20.0 millones a lo programado.

3. Resultado operativo de gastos y productos

Se estima que el resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al cierre de 2009 se ubique en Q355.0 millones, inferior a la monetización programada por Q439.0 millones, lo que significó una diferencia de Q84.0 millones. Dicha diferencia obedece, principalmente, al mayor nivel de reservas monetarias internacionales previsto, el cual representaría mayores rendimientos para el Banco Central.

4. Otros activos netos

De conformidad a lo programado para 2009, los Otros Activos Netos (OAN) registrarían una monetización por Q444.0 millones; sin embargo, de conformidad a la estimación de cierre, se anticipa que éstos generarían una desmonetización contable por Q3,740.0 millones. Dicha diferencia se explica, fundamentalmente, por el hecho de que la asignación de DEG (Q2,169.0 millones), que incrementó las reservas monetarias internacionales, tiene su contrapartida en los pasivos externos de largo plazo, los cuales forman parte de los OAN.

5. Operaciones de estabilización monetaria

Al finalizar diciembre, el saldo total de las OEM registraría, de conformidad a la estimación de cierre, un incremento de Q1,201.0 millones respecto del 31 de diciembre de 2008, en tanto que



se tenía programado una reducción de Q207.0 millones, lo que generó una diferencia de Q1,409.0 millones. Dicha diferencia obedece al hecho de que en diciembre de 2009 estaría ingresando el primer tramo del desembolso por US\$150.0 millones, correspondiente a un empréstito del Banco Mundial, cuyo destino es el financiamiento de gasto de funcionamiento en el presupuesto vigente, el cual incrementaría el nivel de reservas monetarias internacionales, generando monetización de origen externo, que debería neutralizarse, como se indicó, con un incremento de las OEM, dado que dichas operaciones constituyen la variable de ajuste del programa monetario.



ANEXO 4

ACUERDO *STAND-BY* CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

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

El acuerdo apoya los esfuerzos contenidos en el programa económico del país para el período 2009-2010, cuyo objetivo es mitigar el impacto de la crisis mundial y se sustenta en cuatro pilares: 1) estímulo fiscal moderado para apoyar la demanda interna; 2) política monetaria centrada en cumplir la meta de inflación y un tipo de cambio flexible que facilite el ajuste económico; 3) fortalecimiento de las políticas del sector financiero para incrementar la solidez del sector bancario y reforzar su red de protección y los procedimientos de resolución bancaria; y 4) reorientación del gasto público hacia las necesidades sociales y la inversión pública.

Por último, de conformidad con la evaluación realizada por la misión del FMI en 2009, todos los criterios cuantitativos e indicativos de desempeño del programa se cumplieron tanto a junio como a septiembre y según el comunicado del 12 de noviembre de 2009 de dicho organismo, la evolución macroeconómica del país, en el marco del acuerdo, sigue siendo muy sólida y las políticas moderadamente anticíclicas adoptadas han contribuido a aplacar los efectos de la desaceleración económica, preservando la estabilidad macroeconómica.

ANEXO 5 ANÁLISIS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA BANCARIO

A. FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD BANCARIA

1. El caso de Guatemala

En términos financieros la rentabilidad puede interpretarse como la capacidad que tienen las entidades bancarias para producir utilidades. Las utilidades dependen, principalmente, de la eficiencia productiva, la fortaleza competitiva, la exposición al riesgo y la estructura financiera⁴⁵. La importancia de analizar la rentabilidad bancaria obedece, entre otros aspectos, a la relación existente entre la eficiencia, el riesgo y la postura de la política monetaria, así como la creación de riqueza del sistema bancario⁴⁶. Con relación a la política monetaria, es importante identificar las rigideces en los gastos de las entidades bancarias que pudieran afectar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La medida comúnmente utilizada para medir la rentabilidad bancaria es la utilidad sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés). El ROE puede descomponerse algebraicamente para aislar los efectos que factores de diferente naturaleza tienen en la rentabilidad⁴⁷. Para el caso de Guatemala se puede observar que el ROE⁴⁸, presenta tres episodios en el período comprendido de diciembre 2004 a octubre de 2009. El primero, que comprende de diciembre de 2004 a diciembre de 2006, en el que el ROE anualizado se mantiene estable en alrededor del 15%; el segundo, que abarca de diciembre de 2006 a diciembre de 2008, en el que la rentabilidad se incrementa de manera acelerada, alcanzando su máximo valor en julio de 2008 de 18.7%; y, el tercero, que comprende de diciembre de 2008 a octubre de 2009, en donde se observa una disminución del ROE, hasta ubicarse en 15.2%. En relación con la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés, la cual constituye una medida utilizada internacionalmente para evaluar la eficiencia del sistema bancario), ésta presenta similar comportamiento a la rentabilidad sobre el capital.

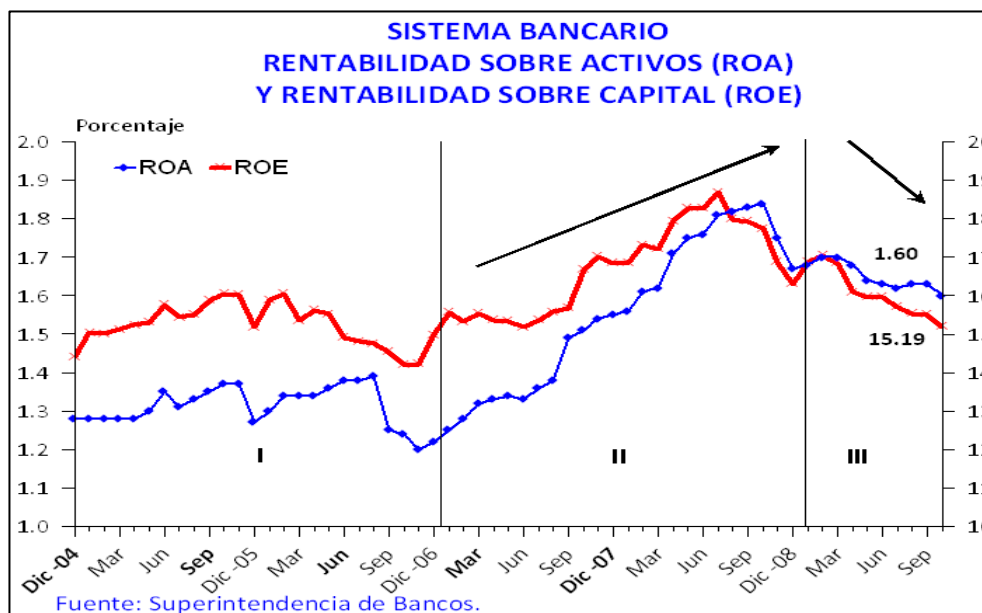
⁴⁵ Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera. Número 6, 2004.

⁴⁶ Se entenderá como riqueza creada por el sistema bancario, si un aumento en la rentabilidad compensa más que proporcionalmente el incremento en el riesgo, es decir, el incremento paralelo en el costo de los recursos propios.

⁴⁷ Bank of England. Financial Stability, Review, Issue No. 15, 2003.

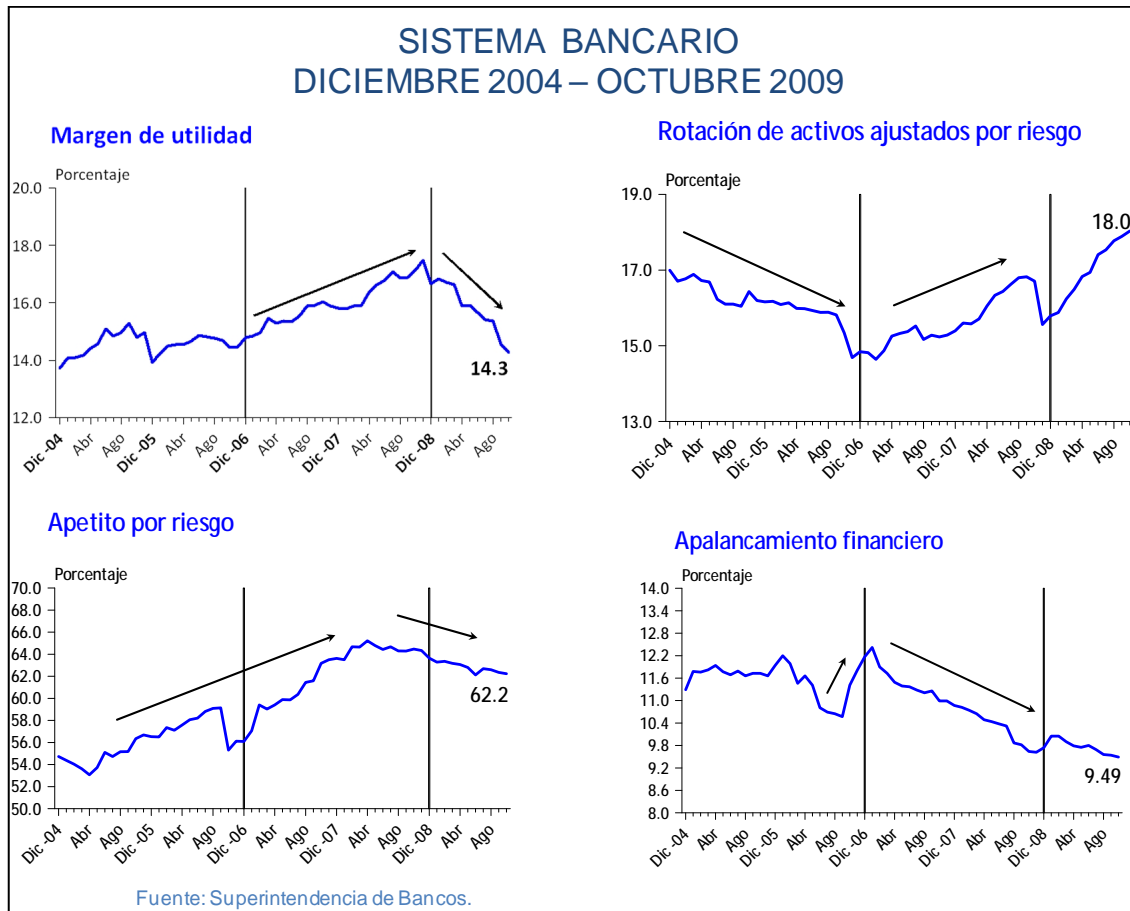
⁴⁸ Para efectos de este análisis el ROE se ha descompuesto en cuatro factores: a) el margen de utilidad que mide la relación de las utilidades netas respecto a los ingresos totales, el cual permite cuantificar la eficiencia operacional del sistema bancario; b) la relación de los ingresos totales respecto a los activos ponderados por riesgo (APR), el cual mide la eficiencia de la banca en la generación de ingresos sobre una base ajustada por riesgo; c) la relación de los APR respecto al activo total neto, representando el apetito por riesgo de crédito del sistema en su conjunto; y, d) el apalancamiento financiero medido por medio de la razón del activo total neto respecto al capital, como una medida de la estructura financiera.

$$ROE = \frac{\text{Utilidades netas}}{\text{Ingresos totales}} \times \frac{\text{Ingresos totales}}{\text{APR}} \times \frac{\text{APR}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Capital}}$$



En el cuadro siguiente se puede apreciar que, en lo que va del 2009, dicha reducción está influenciada, principalmente, por una reducción en la eficiencia operativa del sistema bancario que conjuntamente a un menor apetito por riesgo afectó los resultados de las entidades bancarias⁴⁹. Dicho comportamiento fue compensado por un crecimiento en la rotación de activos ajustados por riesgo, la cual, dado el entorno de desaceleración económica y la baja demanda de crédito que restringe la capacidad en el manejo de la mezcla del portafolio en las entidades bancarias, se ha logrado mediante una política de precios más agresiva, ya sea manteniendo o, en algunos casos, incrementando las tasas de interés activas con los deudores. Cabe mencionar que la caída en la eficiencia se debe a un incremento en los gastos más que proporcional al de los ingresos, sobresaliendo el crecimiento de los gastos de administración y otros gastos de operación, principalmente, cuentas incobrables y de dudosa recuperación, esto último, consistente con el comportamiento de la cartera vencida, la cual se ha visto afectada tanto por la desaceleración económica observada en la economía nacional como por el impacto en el sector real de la crisis económica y financiera internacional.

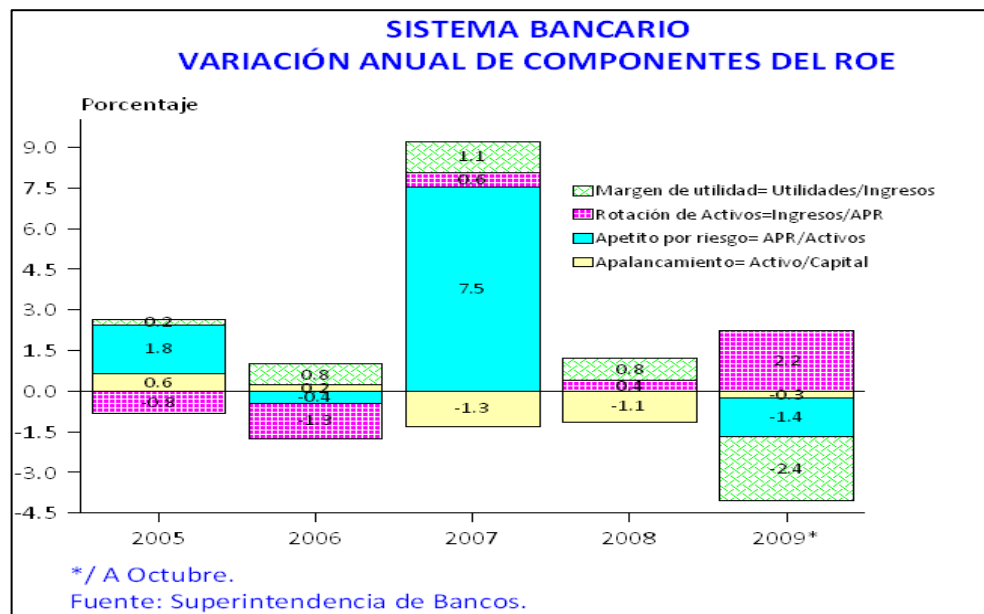
⁴⁹ El apetito por riesgo, para el sistema bancario, pasó de 63.6% en diciembre de 2008 a 62.2% en octubre de 2009. Al evaluar el apetito por riesgo por grupo de bancos, se observa una disminución del mismo en todos los grupos de bancos. En efecto, dicho apetito pasó de 60.9% en diciembre de 2008 a 59.7% en octubre de 2009 para el caso de los bancos grandes. En cuanto a los bancos medianos, en diciembre de 2008 fue de 70.5%, en tanto que, en octubre de 2009, se ubicó en 69.2%. En el caso de los bancos pequeños, a diciembre de 2008 el apetito por riesgo se situó en 60.0%, mientras que en septiembre registró un 57.0%.



Al analizar la variación anual de cada uno de los componentes del ROE, se puede apreciar en el siguiente gráfico que la reducción de la eficiencia operativa es el factor que mayor impacto ha tenido sobre la reducción de la rentabilidad del sistema bancario a octubre de 2009 respecto a diciembre de 2008. En efecto, la eficiencia impactó en la reducción del ROE en 2.4 puntos porcentuales. Por su parte, el menor apetito por riesgo redujo el ROE en 1.4 puntos porcentuales, como consecuencia del bajo crecimiento de la cartera crediticia, debido, como se indicó, tanto a factores de oferta como de demanda. En contraste, la rotación de activos ajustados por riesgo contribuyó positivamente al ROE en 2.2 puntos porcentuales, principalmente debido a la política de precios. De esa cuenta, el sistema bancario mostró una reducción de su eficiencia en la conversión de fondos prestables en activos productivos y una disminución de la capacidad instalada en el sistema bancario y, por ende, de la intermediación financiera.

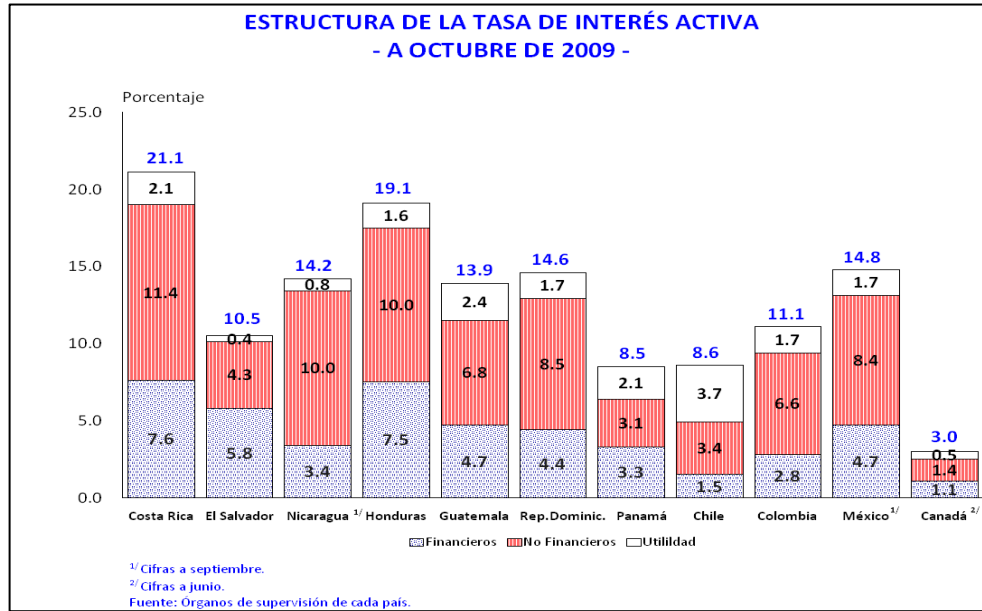
Merecen especial atención los altos niveles de rentabilidad alcanzados en 2007, los cuales se debieron a una estrategia de expansión significativa, lo que implicó un crecimiento acelerado del crédito bancario al sector privado en alrededor de 26% y, por consiguiente, de los activos ponderados por riesgo que, como puede apreciarse, no fue sostenible en el tiempo. De lo expuesto puede concluirse que, mientras la rentabilidad provenga de una mayor eficiencia operativa o de una mejor rotación de activos por medio de la mezcla del portafolio, favorece la estabilidad

financiera del sistema; caso contrario sucede cuando obedece a un acelerado crecimiento del crédito bancario al sector privado o a un mayor apalancamiento financiero.



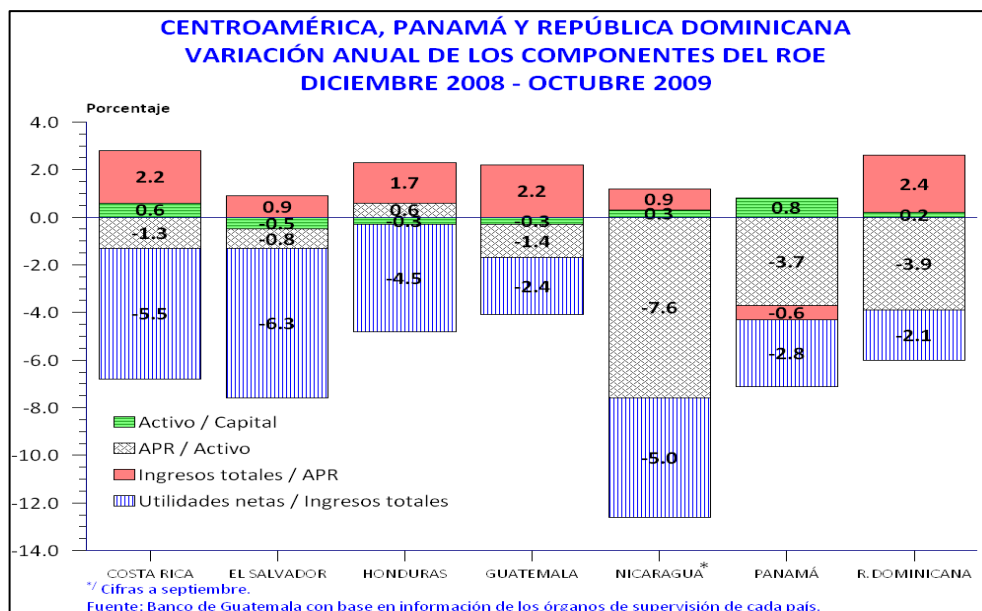
La disminución de la eficiencia tiene importantes implicaciones para el manejo de la política monetaria en general y para la eficacia de los mecanismos de transmisión en especial. En ese sentido, entre mayor sean los gastos no financieros, existen mayores rigideces que afectan las decisiones de portafolio de las entidades bancarias, por lo que el tamaño de las mismas juega un papel relevante, dado que existen diferentes estrategias relacionadas con la mezcla del portafolio, la estructura de fondeo, el apetito por riesgo, la eficiencia y la rentabilidad, todo lo cual, afecta la tasa de interés. Con relación a lo anterior, la siguiente gráfica muestra la distribución de los costos bancarios con relación a la tasa de interés activa promedio ponderado de una muestra de países. Como se puede observar, cuanto mayor sean los gastos no financieros, lo cual podría interpretarse como menor eficiencia, mayor es la correspondiente tasa de interés activa. En Guatemala, utilizando la metodología para descomponer el margen de interés neto propuesta por Randall⁵⁰, los gastos de administración representan el 75% del margen de interés neto del sistema bancario.

⁵⁰ Randall, Ruby. *Interest Rate Spreads in the Eastern Caribbean*. (1998).



2. El caso de la Región

A nivel centroamericano, se puede observar que, los sistemas bancarios de Centroamérica, Panamá y República Dominicana registraron una disminución en la rentabilidad, al comparar los resultados de octubre de 2009 respecto a diciembre de 2008. En ese sentido, en la región, con excepción de Panamá, Nicaragua y República Dominicana, el factor que más contribuye a la caída en el ROE es la disminución de la eficiencia. En los tres países mencionados, el factor más importante es la caída en el apetito por riesgo. Vale señalar que, en mayor o menor medida, dependiendo del entorno de cada país, al igual que en Guatemala, la respuesta de las entidades bancarias ha sido una mayor rotación de activos.





En síntesis, la disminución en la rentabilidad de las entidades bancarias en Centroamérica, Panamá y República Dominicana es resultado, en términos generales, de una disminución en la eficiencia y un menor apetito por riesgo.