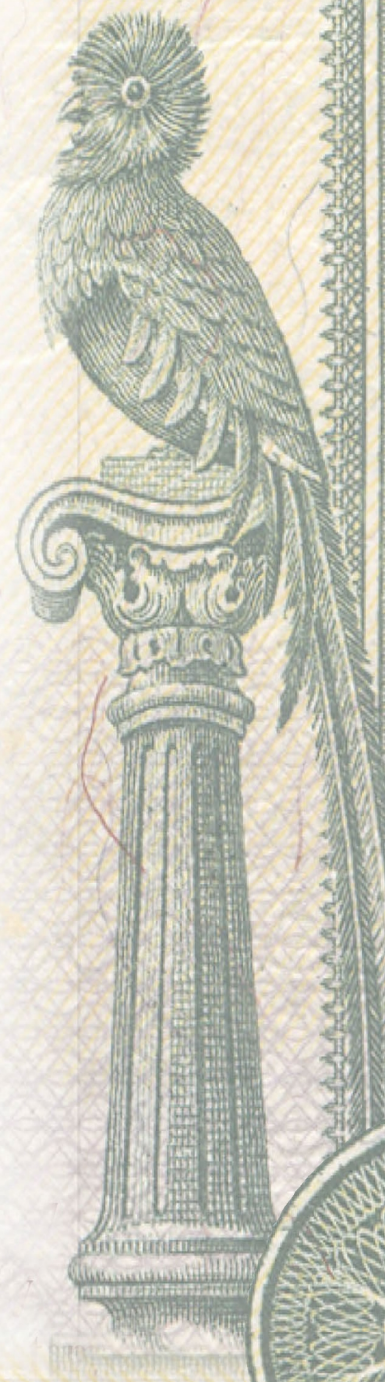




**INFORME DE LA
PRESIDENTA DEL
BANCO DE GUATEMALA
ANTE EL HONORABLE
CONGRESO DE LA
REPÚBLICA**

GUATEMALA, JULIO 2010



ÍNDICE

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

I.	ANTECEDENTES	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. ENTORNO EXTERNO	1
	B. ENTORNO INTERNO	2
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	5
	A. INTERNACIONAL	5
	1. La economía mundial en el primer semestre de 2010	5
	a) Crecimiento económico y principales indicadores	5
	b) Economías avanzadas	7
	c) Economías de mercados emergentes y en desarrollo	10
	2. Mercados financieros	12
	3. Precios internacionales de bienes básicos	15
	4. Inflación	17
	B. NACIONAL	22
	1. Balanza comercial a mayo de 2010, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal	22
	a) Balanza comercial a mayo de 2010	22
	b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	24
	c) Tipo de cambio nominal	24
	2. Situación de la finanzas públicas	25
	a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	26
	3. Sistema bancario	29
	a) Captaciones totales	29
	b) Cartera crediticia por tipo de deudor	29
	c) Tasas de interés del sistema bancario	31
	d) Tasas de interés por tipo de deudor	32
	4. Actividad Económica	33
	a) Producto interno bruto	33
	b) Índice Mensual de la Actividad Económica	34
	c) Encuesta de Opinión Empresarial	35
IV.	EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2010	35
	A. INFLACIÓN	35
	1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de junio de 2010	35
	2. Inflación subyacente	37



3. Inflación importada	37
4. Inflación en otros países de la región	37
B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010 Y PARA DICIEMBRE DE 2011	38
1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	38
2. Ritmo inflacionario total proyectado	38
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	39
1. Diagrama de abanico	39
2. Riesgos asociados a la proyección de inflación	39
D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	39
E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS	40
1. Tasa de interés parámetro	40
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	41
F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	41
G. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER	42
H. COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	43
1. Emisión monetaria	43
2. Base monetaria amplia	44
3. Medios de pago	44
4. Crédito bancario al sector privado	45
I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	46
1. Por plazo	46
2. Por fecha de vencimiento	46
3. Estructura y perfil del saldo	47
J. TERCERA REVISIÓN DEL ACUERDO <i>STAND-BY</i> CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	47

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

I. ANTECEDENTES

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

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, la Presidenta del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a julio de 2010. Como marco del citado informe, se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de esta meta, realizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer al logro del desarrollo económico del país.

Con tal propósito, la Junta Monetaria en resolución JM-145-2009 del 23 de diciembre de 2009, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010, en la que estableció una meta de inflación de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2010 y de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2011. Asimismo, estableció una meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con un horizonte de convergencia de 4 años.

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

A. ENTORNO EXTERNO

El escenario internacional durante el primer semestre de 2010 fue ligeramente más optimista que el esperado a finales de diciembre de 2009 y estuvo caracterizado por una mejoría en las proyecciones de crecimiento económico de las principales economías, excepto las de la Zona del Euro, asociado a la incertidumbre generada por los problemas fiscales de algunas de sus economías, y por una marcada recuperación económica en América Latina. Ello sin dejar de tomar en cuenta que existe incertidumbre en

los mercados financieros; principalmente porque algunos países se están viendo obligados a retirar antes de tiempo los estímulos fiscales y monetarios implementados en los momentos más difíciles de la crisis financiera, lo cual es un riesgo para hacer sostenible el proceso de recuperación económica mundial.

En Estados Unidos de América continúan evidenciándose las señales de recuperación, los indicadores de percepción se han estabilizado, mientras que la producción industrial y la confianza de los consumidores y las empresas siguen mejorando y existe evidencia de ciertas mejoras en las condiciones financieras y crediticias; sin embargo, la debilidad de los mercados laborales, de los sistemas bancarios y de las condiciones fiscales, además, de que el mercado inmobiliario continúa deprimido, continúa restando dinamismo a dicho proceso de recuperación.

Por su parte, la Zona del Euro, a partir del tercer trimestre de 2009, mostró tasas de crecimiento positivas, luego de cinco trimestres de contracción. No obstante, los problemas de sostenibilidad fiscal observados en Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia, que se han reflejado en una pérdida de confianza por parte de los inversionistas, en una depreciación del euro y en algunos casos en una revisión de las calificaciones de riesgo soberano, han obligado a la adopción de acuerdos dentro de los países de la Unión Europea orientados a implementar programas de austeridad y reducción de los déficits públicos con el propósito de restablecer la confianza y evitar una reversión en el proceso de recuperación económica. Derivado de lo anterior, el FMI anunció riesgos hacia la baja en los pronósticos. A corto plazo, el principal riesgo es una escalada de las tensiones y el contagio financieros, debido a la creciente preocupación por el riesgo soberano. Esto podría contribuir a aumentos adicionales de los costos de financiamiento y a un debilitamiento de los balances de los bancos y, por lo tanto, a mayores restricciones del crédito, a un deterioro de la confianza de las empresas y los consumidores y a fuertes variaciones de los tipos de cambio relativos. Dadas las vinculaciones comerciales y financieras, esto podría tener como efecto una reducción considerable de la demanda mundial. En cuanto a la actividad económica, con las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, se prevé que América Latina muestre una tasa de crecimiento económico de 4.8% en 2010 (-1.8% en 2009) y que la

¹ Fondo Monetario Internacional. Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial. Julio de 2010.



economía de los Estados Unidos de América crezca 3.3% en 2010 (-2.4% en 2009).

El comercio internacional, luego de la drástica caída registrada en 2009, comienza a mostrar una tendencia mucho más favorable, al registrar a abril de 2010, según la Oficina de Análisis Económico de Holanda, un incremento en términos de volumen de 17.2%, lo que significa una mejora sustancial, luego de haber presentado variaciones negativas en 2009.

Por su parte, los precios internacionales del petróleo y de sus derivados han mostrado un leve ascenso en el primer semestre de 2010. En el caso del precio promedio del petróleo, se registró un aumento de 8.2% respecto del mismo período del año anterior, asociado, entre otros factores, a la paulatina recuperación de la actividad económica mundial. Por otra parte, los precios internacionales del maíz y del trigo han tenido una menor volatilidad y una tendencia hacia la baja.

Los mercados financieros habían mostrado mejores condiciones durante el primer cuatrimestre del año, favorecidos por la difusión de los resultados corporativos que superaron las expectativas y que confirmaban la mejor evolución del crecimiento económico mundial. Sin embargo, a partir de mayo, dicha evolución ha estado marcada por las tensiones derivadas de la situación fiscal de algunas economías de Europa, lo que ha ocasionado un aumento en la percepción de riesgo tanto en instrumentos soberanos como corporativos.

Con relación a los mercados cambiarios, en el período bajo análisis, uno de los hechos más relevantes lo constituye la apreciación del dólar de los Estados Unidos de América frente al euro, principalmente ante la incertidumbre en torno a la situación económica de Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia, mientras que en las principales economías de América Latina la moneda estadounidense muestra una tendencia a la depreciación.

Respecto a la inflación, en el transcurso del año exhibe un repunte generalizado aunque muy moderado y que se asocia, en parte, a los mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados y a la reactivación de la actividad económica. Las expectativas inflacionarias en las economías de América Latina comienzan a evidenciar un aumento para 2010 y mantienen una tendencia al alza.

En ese sentido, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de las medidas no convencionales de política monetaria; no obstante, las decisiones sobre los cambios en la tasa de interés de política monetaria han sido mixtas, evidenciando cierta pausa en el proceso de ajuste debido a la incertidumbre en los mercados internacionales. En la

región latinoamericana, Brasil fue el primero en iniciar el ciclo de alza de tasas, acumulando un incremento de 150 puntos básicos, en un contexto donde la tendencia de la inflación y de las expectativas inflacionarias se mantiene al alza. Seguidamente los bancos centrales de Perú y Chile elevaron sus tasas de interés (50 puntos básicos cada uno). Las expectativas del mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de política monetaria, particularmente, en las principales economías desarrolladas se postergan y, en algunos casos, incluso hasta el próximo año, ante la posibilidad de que los problemas en Europa se intensifiquen o se propaguen, afectando la recuperación de la economía mundial. En concordancia con lo anterior, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, en cuanto a su decisión más reciente de mantener sin cambios la tasa de interés objetivo de fondos federales, adujo que las condiciones económicas, incluyendo las bajas tasas de utilización de recursos, la tendencia de inflación contenida y las expectativas estables de inflación permiten justificar niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un período prolongado.

B. ENTORNO INTERNO

Tras la peor crisis económica mundial de la historia reciente, se comienza a observar un cambio en las expectativas de los agentes económicos del país sobre las perspectivas de la economía nacional para 2010, que se refleja, principalmente, en que los ingresos fiscales han venido mostrando un comportamiento positivo desde el último trimestre de 2009; que indicadores como la generación y demanda de energía eléctrica han continuado mostrando un comportamiento positivo durante los últimos seis meses; que la tendencia decreciente mostrada por las exportaciones e importaciones de bienes se revirtió a partir del último trimestre de 2009 y que el comportamiento de las remesas familiares comienza a evidenciar una leve recuperación. En adición, los flujos netos de capital privado registran un mayor dinamismo y el crédito al sector privado está revirtiendo el comportamiento hacia la baja que había venido observando desde el último trimestre de 2008. Por otro lado, las apreciaciones de los empresarios respecto al comportamiento esperado en los volúmenes de producción de la industria manufactureras son más favorables para el primer semestre de 2010, según los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial, además de que el sistema bancario no sólo mostró resistencia ante la crisis durante 2009, sino que las expectativas tanto de las calificadoras como de los agentes económicos es que mantendrá adecuados niveles de liquidez,



solvencia y solidez, lo cual contribuiría al sostenimiento de la recuperación, siempre y cuando no se reviertan las condiciones externas.

El Índice Mensual de la Actividad Económica, por su parte, también continuó evidenciando signos de recuperación, al registrar a mayo de 2010 una variación interanual de 2.85%, porcentaje superior al observado en el mismo mes de 2009 (2.20%). A nivel de componentes del IMAE, las actividades que muestran un comportamiento alcista en la tendencia ciclo son: industria, agricultura y comercio; mientras que los servicios privados y financieros, aunque muestran una disminución en su comportamiento, continúan exhibiendo valores positivos.

En lo relativo al comercio exterior, la tendencia decreciente mostrada por las exportaciones e importaciones de bienes durante el periodo enero-septiembre de 2009 se revirtió a partir del último trimestre de ese año. A mayo de 2010, las exportaciones y las importaciones, según cifras preliminares registraron tasas de crecimiento de 17.7% y 21.6%, respectivamente, lo que denota el proceso de recuperación económica no sólo de país, sino también de los principales socios comerciales.

En el contexto descrito, vale la pena destacar que la nueva información disponible de los indicadores de corto plazo, de gremiales, cámaras y asociaciones, de la encuesta de opinión empresarial, así como de las perspectivas económicas mundiales permitió revisar al alza la tasa de crecimiento del PIB, en términos reales, la cual se estima se ubique entre 1.7% y 2.5%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.6%.

Dentro de esa dimensión, a finales de mayo del presente año sucedieron dos fenómenos naturales que impactaron negativamente en la actividad económica del país, como lo fue la Tormenta Tropical *Agatha* (entre el 29 y el 30 de mayo) y la erupción del Volcán Pacaya (27 de mayo). Al respecto, a solicitud del Gobierno de la República, una misión multidisciplinaria liderada por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), realizó una evaluación de daños y pérdidas ocasionadas por dichos fenómenos, utilizando para ello la metodología contenida en el Manual para la Estimación de los Efectos Socioeconómicos de los Desastres Naturales desarrollado por la referida institución. Según el referido informe, las pérdidas impactarían en una reducción en el PIB de 2010 de 0.5 puntos porcentuales. Sin embargo, un dinamismo mayor al previsto de varios indicadores de corto plazo, aunado a proyecciones más optimistas del Fondo Monetario Internacional con relación a la economía mundial, podrían ser indicio de un crecimiento de la actividad económica mayor al estimado en mayo. De lo anterior se infiere que los impactos negativos de la erupción

del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical *Agatha* podrían ser compensados por ese mayor dinamismo, aspecto que se determinará cuando se complete la encuesta a aproximadamente 1,200 empresas productivas.

Las finanzas públicas continuaron experimentando retos importantes durante el primer semestre del año. Si bien los ingresos tributarios registraron un crecimiento interanual de 9.0%, reflejando en general una actividad económica más dinámica y particularmente la recuperación de las importaciones, hasta mayo prevaleció la incertidumbre en cuanto al financiamiento del déficit fiscal, lo que obligó al gobierno central a realizar ajustes a las asignaciones presupuestarias (contenidos en Acuerdo Gubernativo Número 356-2009). En este contexto, el gasto público creció en una forma dinámica en los primeros dos meses del año (20.1%), se desaceleró entre marzo (14.2%) y abril (4.4%) y comenzó a acelerarse nuevamente a partir de mayo, luego de aprobarse la emisión de Bonos del Tesoro por Q4,500.0 millones, registrando tasas de crecimiento de 12.6% en mayo y 14.9% en junio. El déficit fiscal observado a esa fecha alcanzó Q3,135.4 millones, equivalente a 1.0% del PIB, superior al observado en el mismo período de año anterior, que fue de Q1,903.1 millones y de 0.6% en términos del PIB. Los gastos de funcionamiento cobraron mucho mayor dinamismo, incrementándose en 19.4% durante el primer semestre, mientras que los gastos de inversión registraron un aumento moderado de sólo 2.3%. La necesidad de atender la emergencia y de financiar un programa de reconstrucción del país, luego de los daños ocasionados por los dos desastres naturales recientes, en el contexto de una carga tributaria que ya era débil y de un gasto fiscal creciente, plantea nuevos desafíos para las finanzas públicas en lo que resta del año, y para los años siguientes, y requiere de una política monetaria que se mantenga vigilante para adoptar las acciones pertinentes en forma oportuna que permitan mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos.

El ritmo inflacionario mostró en los primeros tres meses del año una tendencia al alza (1.43% en enero, 2.48% en febrero y 3.93% en marzo) explicada por el incremento en los precios internacionales de las materias primas (principalmente petróleo y derivados) y la sequía que afectó al país en 2009, la cual incidió en los precios de algunos vegetales y legumbres; los ajustes en la tarifa de la energía eléctrica y adicionalmente los ajustes en el precio del azúcar también explican esta evolución. En abril y mayo, el ritmo se desaceleró de 3.75% a 3.51%, respectivamente; estas leves variaciones intermensuales negativas se asocian a la reducción



por sobreoferta de precios en algunos vegetales y legumbres, como tomate y cebolla. En junio, como era de esperarse ante los efectos de la tormenta tropical *Agatha*, se generaron alzas de precios, principalmente de la división de *alimentos, bebidas y comidas fuera del hogar*, que registró una variación de 1.12%, lo cual incidió en que la variación interanual del IPC se situara en 4.07%. La inflación subyacente tuvo un crecimiento moderado y menor al de la inflación total, lo que, aunado al comportamiento del crédito bancario al sector privado y a que la brecha del producto aún se mantiene negativa, evidencia que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada interna habrían estado, en general, contenidas durante el primer semestre de 2010. Aun cuando el efecto de la tormenta tropical *Agatha* provocó un aumento en la inflación a junio, el mismo fue de menor cuantía al esperado, por lo que los pronósticos y expectativas de inflación apuntan a que la inflación para finales de año se ubique dentro del rango meta.

En lo que se refiere al mercado de dinero, cabe indicar que aunque persisten excedentes de liquidez en la economía, como lo evidencian los recursos líquidos disponibles del sistema bancario y el comportamiento de la base monetaria amplia, el aún bajo dinamismo de la demanda agregada interna no estaría anticipando presiones inflacionarias adicionales.

En cuanto al mercado cambiario, el tipo de cambio nominal registró una tendencia hacia la apreciación, particularmente en febrero, lo que habría obedecido a dos factores principales: en primer lugar, un aumento en los flujos de capital privado, situación que se denota en el hecho de que algunas personas, individuales o jurídicas, se habrían inclinado por el pago de deudas en dólares, particularmente en el caso de corporaciones grandes que tienen acceso directo a créditos del exterior. En segundo lugar, a las expectativas de apreciación cambiaria de los agentes económicos, derivadas de un cambio en la tendencia del tipo de cambio nominal y de una mejor percepción en cuanto al desempeño de la economía mundial y nacional. A partir de marzo el comportamiento del tipo de cambio ha sido estable y congruente con su estacionalidad. En este contexto, las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, han sido limitadas y, en general, se han efectuado ante la activación de la regla, utilizándose la facultad discrecional únicamente en una ocasión.

En síntesis, la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre de 2010 se desarrolló en un entorno externo ligeramente más optimista para las proyecciones de crecimiento económico y con expectativas de una inflación moderada a nivel mundial; con indicios de

recuperación económica del país; un crecimiento leve del crédito bancario al sector privado; una leve apreciación del tipo de cambio nominal; y, un aumento de la inflación observada y de las expectativas inflacionarias. Al realizar un análisis prospectivo de la inflación se puede visualizar que continúan latentes los riesgos, tanto del entorno externo como interno, que sugieren prudencia y gradualidad en las acciones de política monetaria. En particular, si se toma en cuenta que los pronósticos y expectativas de inflación para 2010 y 2011 confirman que los espacios para una postura de política monetaria relajada habrían desaparecido. Por otra parte, la incertidumbre en cuanto a las finanzas públicas y la necesidad de apuntalar la recuperación económica del país exigen una postura firme de las políticas fiscal y monetaria, congruente con el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional de manera que se continúe cumpliendo con las metas monetarias, fiscales y estructurales. En ese marco de prudencia, la Junta Monetaria en el primer semestre de 2010, decidió mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder.

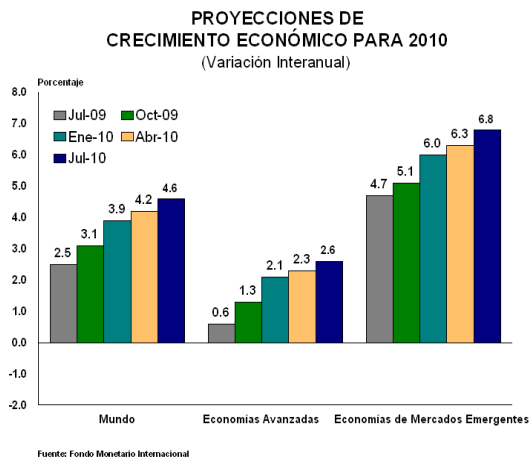
III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. INTERNACIONAL

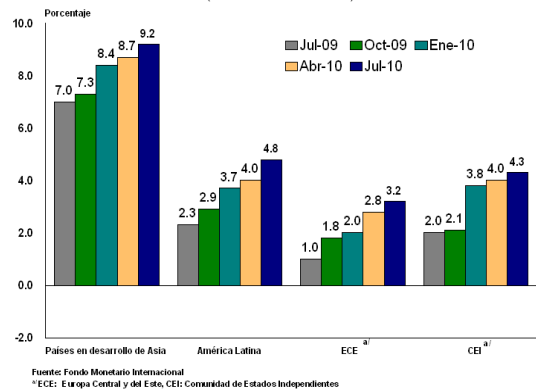
1. La economía mundial en el primer semestre de 2010

a) Crecimiento económico y principales indicadores

La evolución de la economía mundial continúa evidenciando signos de recuperación, luego de haber atravesado por un período de inestabilidad financiera sin precedentes en la historia económica reciente, que estuvo acompañado de la peor desaceleración económica mundial y de la mayor caída del comercio internacional en varias décadas. Esta reversión de las condiciones económicas responde, principalmente, a las medidas de política monetaria y fiscal implementadas en diversos países, así como a la recuperación de inventarios de productos terminados e insumos. La notable mejora del contexto global ha permitido una progresiva corrección al alza de las expectativas de crecimiento de la actividad económica. De acuerdo con estimaciones más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI)², se prevé un crecimiento de 4.6% para la economía mundial en 2010, que contrasta con la desaceleración de 0.6% estimada para 2009.



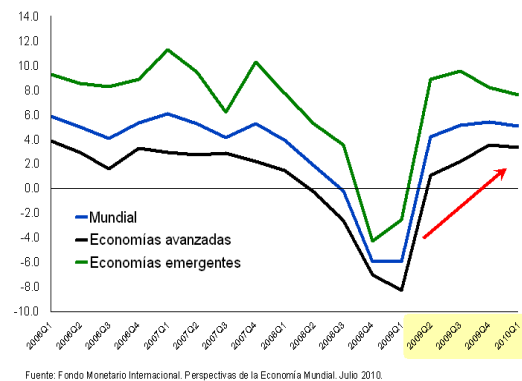
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010
(Variación Interanual)



A partir del segundo trimestre de 2009, en la mayor parte de países, tanto industrializados como en desarrollo, se observaron tasas de crecimiento positivas y, en algunos países de economías desarrolladas, se observan más de dos trimestres consecutivos de crecimiento.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

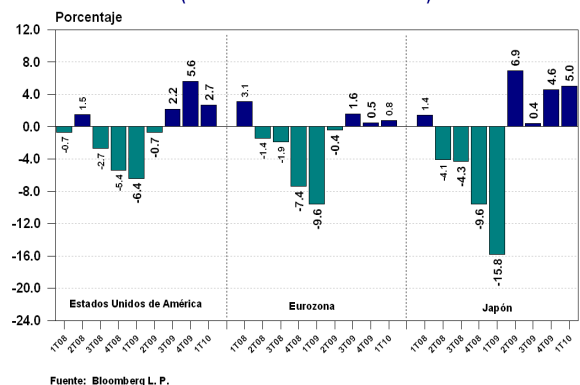
Variación intertrimestral anualizada



COMPORTAMIENTO DEL PIB

2008-2010

(Tasa intertrimestral anualizada)

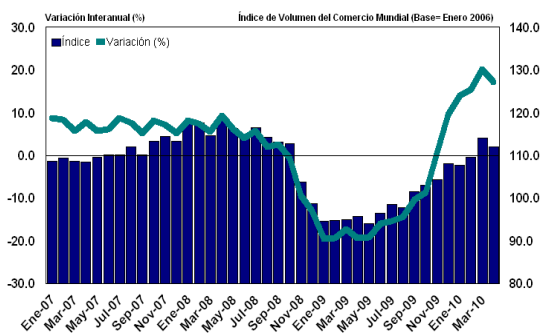


² Fondo Monetario Internacional. Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial. Julio de 2010.

El crecimiento de las exportaciones mundiales en términos de volumen, así como algunos indicadores adelantados de la actividad económica, reflejan la expansión en lo que va del año.

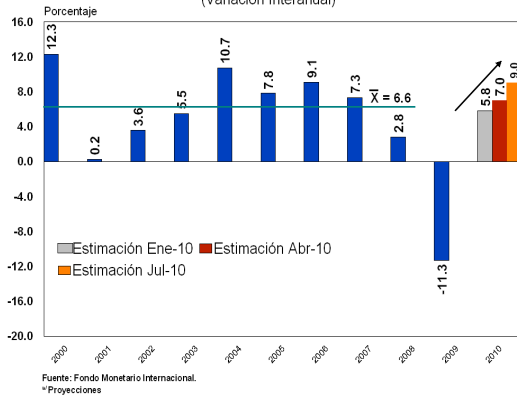
En efecto, según la Oficina de Análisis Económico de Holanda, el volumen de comercio mundial registró a abril de 2010 un incremento interanual de 17.2%, luego de haber presentado variaciones negativas en 2009. Las últimas estimaciones apuntan a que, para finales de 2010, el comercio mundial aumentará en torno al 9.0%, valor superior al promedio de los últimos 10 años (6.6%).

VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL
ENERO 2007 - ABRIL 2010
(Índice y variación interanual)



Fuente: Oficina de Análisis Económico de Holanda.

VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL
Años 2000-2010
(Variación Interanual)

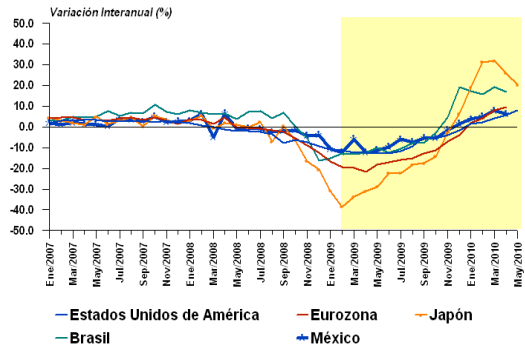


Fuente: Fondo Monetario Internacional.
*Proyecciones

También mejoraron los índices de producción industrial y los indicadores de percepción tanto del consumidor como del empresario. Aunque cabe indicar que, derivado de la alta volatilidad observada durante los últimos meses en los mercados accionarios, la confianza del consumidor, particularmente en la economía estadounidense, descendió en junio por temores a que la recuperación

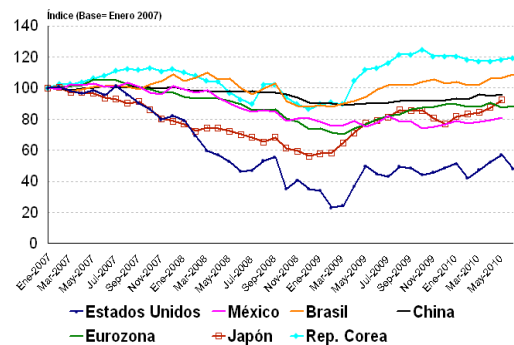
sea moderada y que el mercado laboral no logre normalizarse.

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
PERÍODO: 2007 - 2010^a



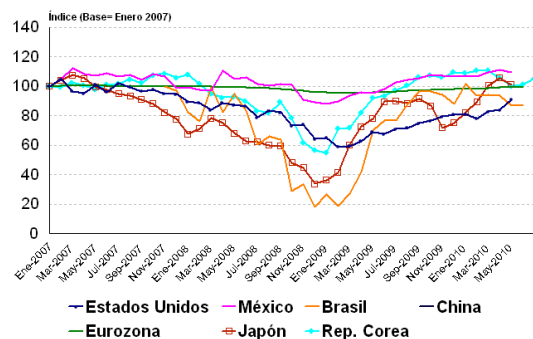
a Mayo 2010
Fuente: Bloomberg.

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Bloomberg.

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL EMPRESARIO



Fuente: Bloomberg.

No obstante los signos de recuperación de la actividad económica mundial, aún persisten riesgos que podrían condicionar la continuidad de dicho proceso. En efecto, el mercado de trabajo aún presenta altas tasas de desempleo (de alrededor de 2 dígitos), principalmente en las economías avanzadas. Por otra parte, el mercado de crédito aún permanece restringido; aunado a ello, las instituciones bancarias permanecen altamente expuestas al riesgo de crédito, con tasas de morosidad hipotecaria que siguen en niveles altos (en los Estados Unidos de América aproximadamente 10.0%).

Otro de los principales riesgos es la incertidumbre provocada en los mercados financieros internacionales por los problemas de sostenibilidad fiscal, principalmente en los países periféricos de Europa, debido a que los planes de estímulo fiscal ejecutados durante la profundización de la crisis, junto con la reducción de los ingresos públicos, incidieron en déficits fiscales elevados y en alzas importantes en el nivel de la deuda pública de estos países.

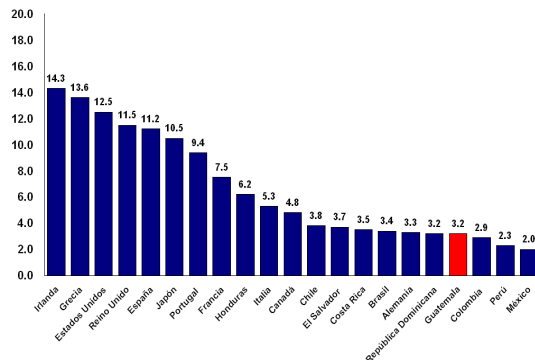
Ante ese escenario, se anticipa que la reactivación de la economía mundial será lenta, gradual y con cierta volatilidad, aunque las proyecciones para 2010 actualmente son más optimistas que las previstas en abril de 2010, debido, que hasta el momento, existen pocos indicios de efectos de contagio de la crisis de deuda europea sobre la actividad real a nivel mundial.

b) Economías avanzadas

La economía estadounidense en el cuarto trimestre de 2009 alcanzó un crecimiento de 5.6% (variación trimestral anualizada), acumulando dos trimestres sucesivos de expansión. Dicho comportamiento estuvo asociado a una mejora en la inversión privada, en las exportaciones y a un incremento en los inventarios, aunque la contribución del consumo privado continuó siendo débil. Asimismo, dicha mejora ha contribuido al aumento de las expectativas de crecimiento, lo que, según el FMI, significaría una recuperación de su crecimiento económico del orden de 3.3% en 2010, luego de una caída de 2.4% en 2009.

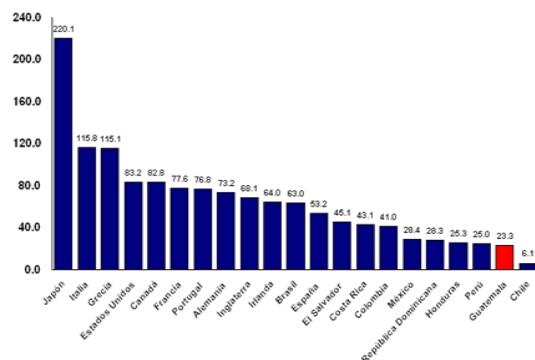
En el primer trimestre del año, la recuperación observada a partir del segundo semestre de 2009 continuó avanzando al alcanzar 2.7% de crecimiento. Cabe señalar que dicho crecimiento fue revisado a la baja, de una estimación inicial de 3.2%³; este descenso estuvo asociado a un menor gasto del consumo personal así como a una reducción en las exportaciones del país.

DÉFICIT FISCAL PARA 2009
- Porcentaje del PIB -



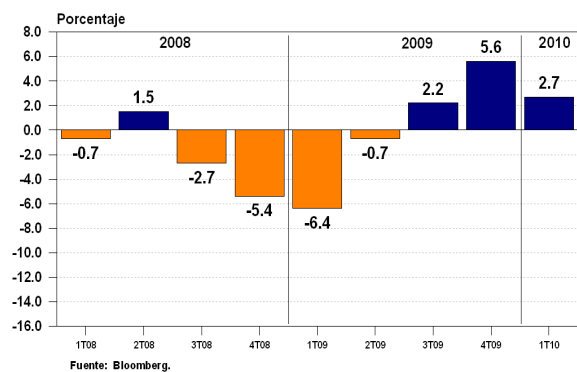
Fuente: Moody's Statistical Handbook, Mayo 2010 y Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano.

DEUDA PÚBLICA PARA 2009
- Porcentaje del PIB -



Fuente: Moody's Statistical Handbook, Mayo 2010 y Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano.

COMPORTAMIENTO DEL PIB
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA 2008-2010
(Tasa intertrimestral anualizada)

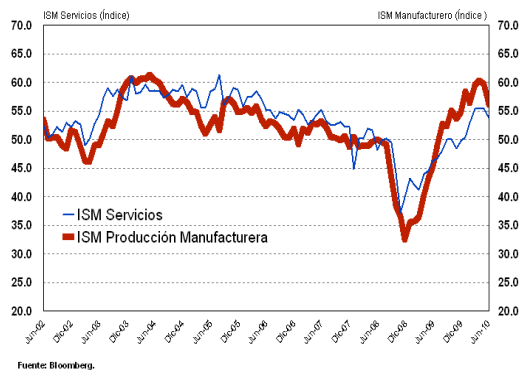


Fuente: Bloomberg.

³ El Departamento de Comercio de los Estados Unidos de América realiza, luego de presentar la primera estimación preliminar del PIB trimestral, dos revisiones adicionales, las cuales incorporan información actualizada.

Confirma esta tendencia el indicador de la 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 en dicho país, que desde agosto de 2009 se ubica en zona de expansión; es decir, por encima de los 50 puntos. A junio de 2010 se ubicó en 56.2 puntos. Esta mejora tanto en la producción manufacturera como en la no-manufacturera (servicios) por más de once meses consecutivos responde principalmente al proceso de recomposición de inventarios; sin embargo, se espera que durante el segundo semestre del año este avance se establezca en torno a los datos observados en junio, derivado de un descenso en las nuevas órdenes asociado a una tasa de desempleo aún alta.

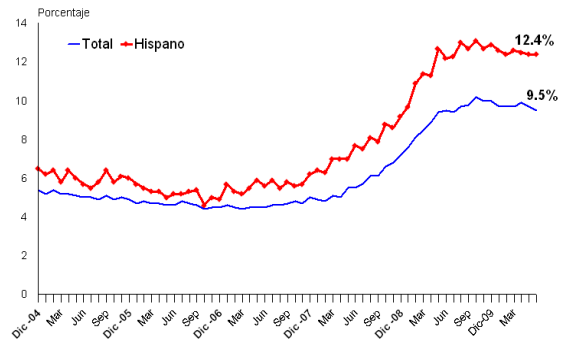
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: INDICADOR ADELANTADO DE PRODUCCIÓN MANUFACTURERA Y DE SERVICIOS
Junio 2002 - Junio 2010



Fuente: Bloomberg.

El posicionamiento en la zona de expansión de los índices de producción y servicios ha generado un aumento en las nóminas; al respecto, la tasa de desempleo en junio se ubicó en 9.5%, menor en 0.20 puntos porcentuales a la observada en mayo (9.7%). Dicha tasa es menor a la observada en octubre de 2009, cuando alcanzó su nivel más alto (10.1%); sin embargo, aún continúa en torno a su máximo valor de las últimas tres décadas.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA
TASA DE DESEMPLEO^{1/}

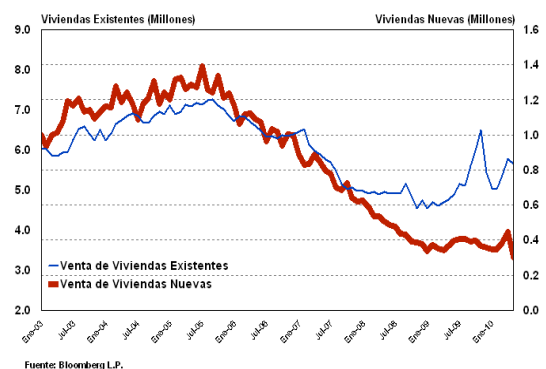


^{1/} Los datos corresponden a series ajustadas estacionalmente.
Fuente: United States Department of Labor.

El mercado inmobiliario, por su parte, continúa deprimido. En mayo de 2010, las ventas de viviendas, existentes y nuevas, mostraron una desaceleración mensual del orden de 2.25% y 32.7%, respectivamente, luego de experimentar dos meses consecutivos de crecimiento (en marzo 7.0% y 12.1%, en su orden, y en abril 8.0% y 14.7%, respectivamente). No obstante, los precios de los inmuebles, medidos por el Índice *S&P/Case Shiller Composite 20⁴*, se han estabilizado, sin embargo en niveles muy por debajo de los observados antes de la crisis, lo que evidencia que la recuperación del sector será lenta.

El Fondo Monetario Internacional estima que la economía estadounidense debe sanear los balances tanto del sector privado como del sector público y, en particular, restablecer el ahorro para apoyar un crecimiento económico sostenible.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: VENTA DE VIVIENDAS
(Unidades anuales)
Enero 2003 - Mayo 2010

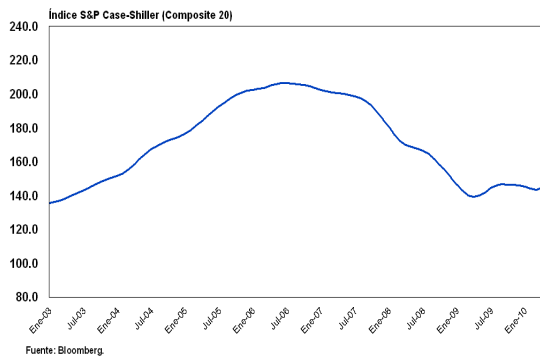


Fuente: Bloomberg L.P.

⁴ Se refiere a la información sobre la venta repetida de una misma casa, lo que permite tener evidencia de la tendencia de los precios, la cual se calcula para los 20 principales estados del país.

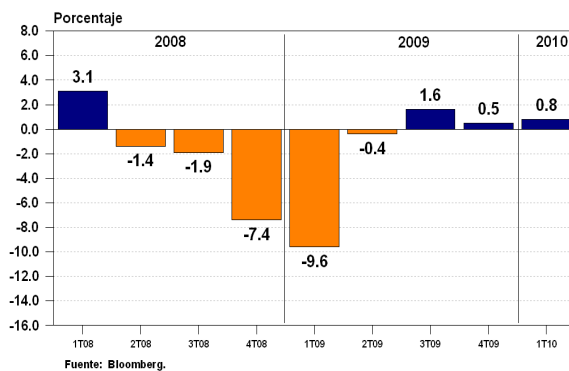
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: PRECIO DE LAS VIVIENDAS

Enero 2003 - Abril 2010



En cuanto a la actividad económica de la Zona del Euro, a partir del tercer trimestre de 2009 muestra tasas de crecimiento positivas, luego de cinco trimestres de contracción. La mejora observada durante los últimos tres trimestres es menor a la registrada en los Estados Unidos de América, debido, en parte, a que el impacto de la crisis económica y financiera en sus sistemas financieros fue mucho más profundo, así como por los problemas de sostenibilidad fiscal que enfrenta.

COMPORTAMIENTO DEL PIB ZONA DEL EURO 2008-2010 (Tasa intertrimestral anualizada)



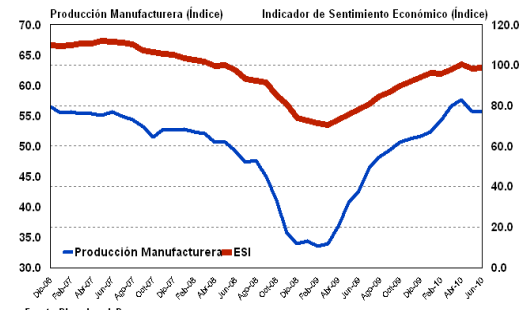
Durante el primer semestre de 2010, la aceleración del crecimiento económico global ha estado impulsando la confianza de consumidores y empresarios, a pesar de los problemas de sostenibilidad fiscal observados en los países periféricos de Europa: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. En junio, el Indicador de Sentimiento Económico se incrementó 0.3 puntos, alcanzando 98.7 puntos, cifra mayor a la esperada (98.1). La mejora fue más evidente en España, dado que el indicador pasó de 88.6 a 90.9 (2.3 puntos) y en Italia aumentó de 95.8 a 97.2 (1.4 puntos).

Sin embargo, el Índice de Producción Manufacturera durante mayo y junio ha mantenido una tendencia a la baja, derivado, en parte, por la incertidumbre sobre los efectos de la crisis de deuda en la actividad económica mundial. Sin embargo, aún se mantiene en zona de expansión (mayor a 50 puntos) desde octubre de 2009, aspecto que sugiere que la recuperación será moderada y gradual. A junio el índice se ubicó en 55.6 puntos, menor en 0.2 puntos al observado en mayo de 2010. Este descenso estuvo asociado a una merma en los nuevos pedidos y en las exportaciones, aspecto que evidencia que la región continúa dependiendo en un mayor grado de éstas que de la demanda interna para mantener su recuperación económica. Dicho comportamiento podría tener efectos negativos en la tasa de desempleo, la cual continúa aumentando; en mayo de 2010 se situó en 10.0%, cifra mayor a la observada en mayo de 2009, cuando alcanzó 9.3%.

La proyección de crecimiento para 2010 se ubica en 1.0%, luego de la contracción de 4.1% en 2009. Esta proyección no refleja una evolución uniforme; por un lado, se prevén tasas de crecimiento positivas en las economías grandes, como Alemania y Francia, mientras que en aquéllas afectadas recientemente por la incertidumbre sobre sus sostenibilidad fiscal, se anticipan tasas de crecimiento cercanas a cero e incluso negativas en 2010.

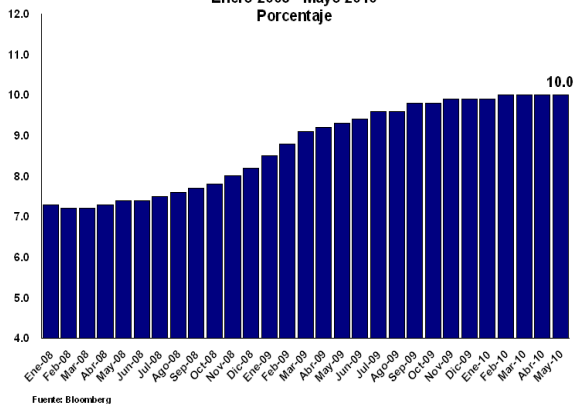
ZONA DEL EURO: PRODUCCIÓN MANUFACTURERA E INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO

Diciembre 2006 - Junio 2010

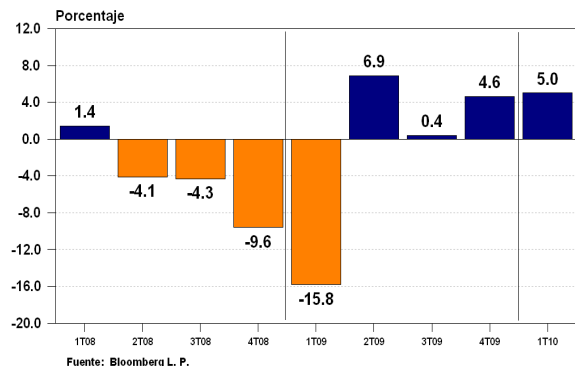


Fuente: Bloomberg L.P.
Nota: El Indicador de Sentimiento Económico (Economic Sentiment Indicator) es un índice elaborado por la Comisión Europea sobre la base de encuestas a empresarios y consumidores. El índice PMI Manufacturero de la Zona del Euro (Purchasing Managers' Index) es producido por Markit Economics y está basado en la información obtenida a través de encuestas recopiladas por un panel representativo de alrededor de 3,000 empresas pertenecientes al sector manufacturero.

ZONA DEL EURO: TASA DE DESEMPLEO
Enero 2008 - Mayo 2010
Porcentaje



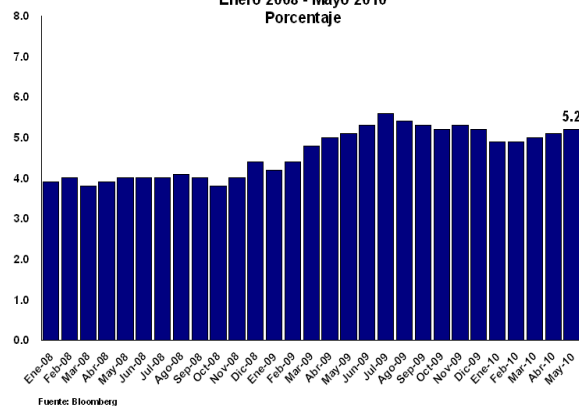
COMPORTAMIENTO DEL PIB
JAPÓN 2008-2010
(Tasa intertrimestral anualizada)



En la economía japonesa la recuperación ha sido más lenta que la observada en los Estados Unidos de América; luego de crecer 6.9% anualizado en el segundo trimestre de 2009, durante el tercer trimestre creció levemente (0.4%). Sin embargo, la recuperación de la demanda en Asia, principalmente de la República Popular China, benefició las exportaciones de Japón, incidiendo en un crecimiento económico de 4.6% en el cuarto trimestre de 2009 y de 5.0% en el primer trimestre de 2010.

La actividad industrial medida por el *Nomura/JMMA Purchasing Managers Index (PMI)*⁵ también se ha mantenido en zona de expansión (arriba de 50 puntos) desde julio de 2009. Sin embargo, luego de cinco meses consecutivos de alzas, en junio de 2010 el índice se ubicó en 53.9, menor al 54.7 observado en mayo. Dicho comportamiento estuvo asociado al impacto en la economía japonesa de las tensiones en los mercados financieros generadas por los problemas fiscales en Europa; sin embargo, los niveles de las nuevas órdenes de exportaciones continúan en niveles elevados, lo que sugiere que el impacto ha sido leve. Cabe indicar que la sostenibilidad de la recuperación de esta economía continuará dependiendo de la fortaleza de la demanda externa, principalmente de Asia.

JAPÓN: TASA DE DESEMPLEO
Enero 2008 - Mayo 2010
Porcentaje



El mercado de trabajo de Japón, al igual que en el resto de los países avanzados, continúa siendo un importante factor de riesgo. En efecto, la tasa de desocupación ha aumentado en los últimos dos meses, alcanzando 5.2% en mayo de 2010, y se encuentra muy próxima a su máximo histórico (5.6% julio de 2009).

Las últimas proyecciones del FMI apuntan a que en 2010 Japón crecerá 2.4%, luego de la drástica caída de 5.2% en 2009, la cual fue de las mayores caídas observadas en los países desarrollados. Los factores que limitan una recuperación mayor son la situación fiscal, la existencia de presiones deflacionarias y la apreciación del yen.

c) Economías de mercados emergentes y en desarrollo

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han mostrando una evolución favorable a partir del segundo semestre de 2009, con excepción de Europa Central y del Este, donde la

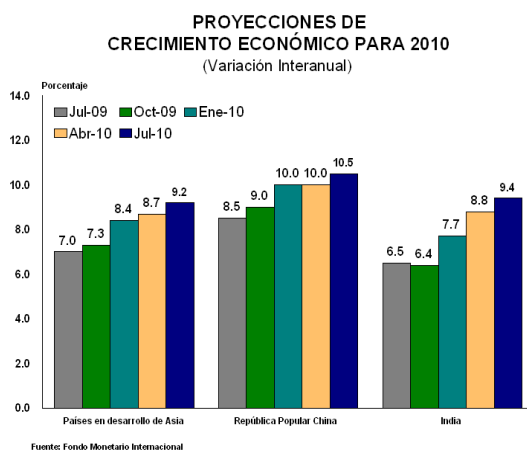
⁵ El *Nomura/JMMA Purchasing Managers Index (PMI)* de Japón es un índice compuesto que se basa en cinco índices individuales: de órdenes nuevas, de producción, de empleo, de entregas y de inventarios. Es elaborado por *Markit Economics* y está basado en la información obtenida a través de encuestas recopiladas por un panel representativo de alrededor de 400 empresas industriales, principalmente de las industrias de metales, químicos, plásticos, alimentos y bebidas, ingenierías mecánicas, textiles y manufactura, papel y transporte.

recuperación de sus economías se encuentra más rezagada, reflejando el fuerte impacto de la crisis tanto por el canal comercial como por el canal financiero. Ese mayor dinamismo en este grupo de economías, principalmente las de Asia y en particular la de la República Popular China, responde al menor deterioro de su comercio exterior, al leve repunte de los precios de las materias primas, a una menor exposición de sus sistemas financieros a la crisis internacional y a las políticas de estímulo implementadas por los gobiernos. Los pronósticos de crecimiento para este año evidencian que esta tendencia se acentuaría al ubicarse en un crecimiento de 6.8%, mayor al observado en 2009 (2.5%), aunque aún prevalecerán las diferencias entre países y regiones.

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 9.2% en 2010 (6.9% en 2009) impulsado, principalmente, por el dinamismo económico de la República Popular China y de India.

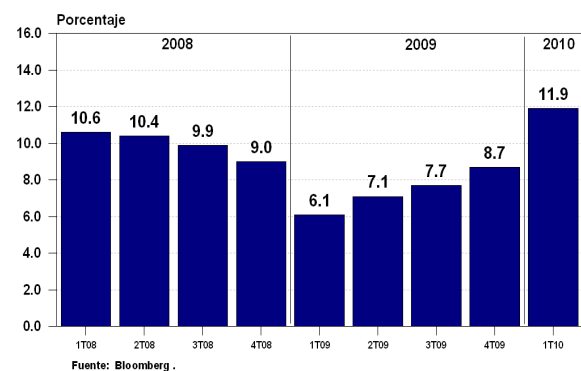
Al respecto, el FMI estima que la economía de la República Popular China crecerá a una tasa de 10.5% en 2010, incentivada, principalmente, por la implementación de planes de impulso fiscal y monetario. Dicha economía ha jugado un papel central en mitigar el deterioro de la actividad mundial, como principal 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 se recupere de manera acelerada.



El elevado crecimiento en la República Popular China ha generado

preocupaciones de sobrecalentamiento y existe el riesgo de que, en un contexto de acelerado crecimiento del crédito al sector privado (alrededor de 30.0% en 2009), se genere una burbuja de precios en el sector inmobiliario o en el bursátil, así como presiones sobre los precios, aunque durante el primer trimestre de 2010 las autoridades monetarias y regulatorias del sistema financiero han tomado diversas medidas para controlar la liquidez; por ejemplo, el Banco Central ha aumentado el encaje bancario y el regulador del sistema bancario anunció cuotas de crédito mensual y nuevas regulaciones que causaron un endurecimiento de las condiciones crediticias.

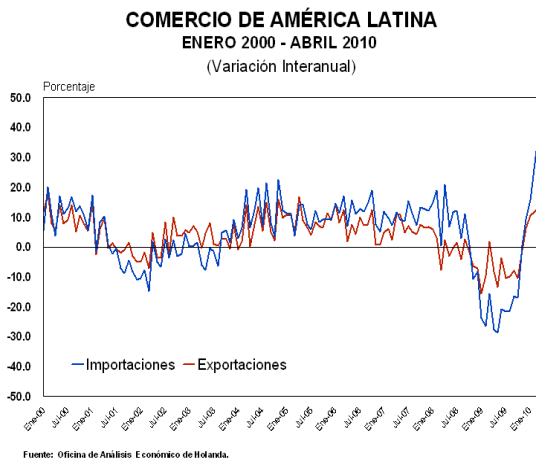
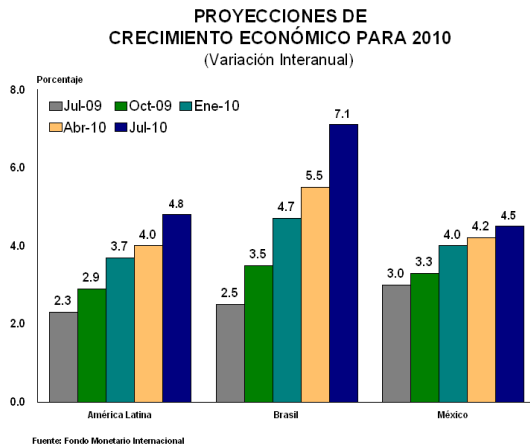
COMPORTAMIENTO DEL PIB REPÚBLICA POPULAR CHINA 2008-2010 (Variación interanual)



i) América Latina

En congruencia con el resto de países y regiones, las economías de América Latina y el Caribe han continuado en el proceso de recuperación y se han 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, aspecto que permitió que algunos países de la región implementaran políticas monetarias y fiscales anticíclicas.

Las proyecciones de crecimiento económico para América Latina, realizadas por el Fondo Monetario Internacional en julio del presente año, fueron mayores respecto a las publicadas en abril de 2010. Conforme a dichas proyecciones, la región registraría un crecimiento económico de 4.8% (caída prevista de 1.8% en 2009).



El avance reciente de la región responde principalmente a la estabilización de las condiciones financieras observadas hasta abril, al aumento del comercio internacional y al fortalecimiento de los precios de los *commodities*, aspecto que está incidiendo positivamente en los términos de intercambio de algunas de estas economías que son exportadoras netas de estos productos. Con relación al volumen de comercio internacional de América Latina, éste comenzó a mostrar un menor deterioro a partir del tercer trimestre de 2009. A abril de 2010 las importaciones han mostrado un crecimiento interanual de 39.1% y las exportaciones un crecimiento interanual de 14.9%. Adicionalmente, las políticas anticíclicas implementadas por las autoridades económicas en América Latina han impulsado la demanda doméstica y la confianza, aliviando las presiones sobre el mercado laboral. Sin embargo, la inversión, las remesas familiares y el turismo, canales a través de los cuales la crisis internacional impactó a América Latina, aún continuarán débiles y la contracción de la

inversión podría impedir que el crecimiento económico en el corto plazo alcance los niveles observados antes de la crisis. Por su parte, se prevé que la recuperación de las remesas familiares y el turismo será moderada y gradual, debido a las débiles condiciones del mercado laboral de los Estados Unidos de América y de otros países desarrollados.

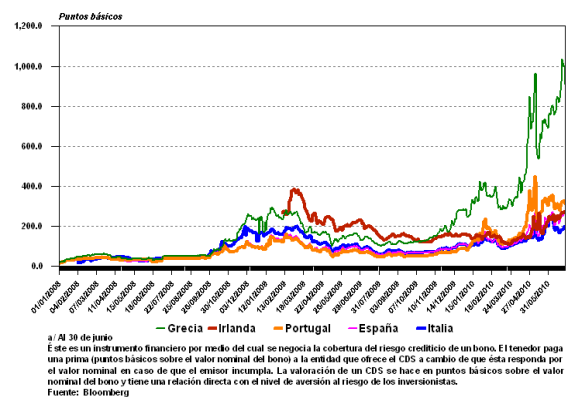
2. Mercados financieros

En el primer cuatrimestre del año los mercados financieros habían mostrado mejores condiciones, favorecidos por la difusión de los resultados corporativos que superaron las expectativas y que confirmaban la mejor evolución del crecimiento económico mundial. Sin embargo, a partir de mayo, la evolución de los mercados financieros internacionales ha estado marcada por las tensiones derivadas de la situación fiscal de algunas economías de Europa, lo que ha ocasionado un aumento en la percepción de riesgo tanto en instrumentos soberanos como corporativos.

Esta creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal, los cuestionamientos sobre la capacidad de realizar los ajustes fiscales y sus potenciales efectos en el sector bancario, han provocado constantes episodios de volatilidad en los mercados financieros. Al respecto los indicadores de riesgo de Grecia, España, Portugal y otros países han tenido aumentos significativos, incluyendo revisiones a la baja de sus clasificaciones crediticias.

CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD

PERÍODO: 2008 - 2010 ^{a/}



Cabe indicar que, de acuerdo al Fondo Monetario Internacional, si bien hasta el momento dicha turbulencia no ha incidido en la actividad real, existe el riesgo de que si se profundizan las tensiones en los mercados financieros, podría generarse un contagio a nivel mundial, aspecto que ocasionaría aumentos adicionales en los costos de financiación y, por consiguiente, un debilitamiento de los balances de

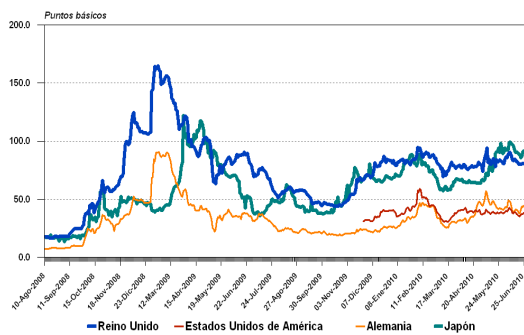
los bancos, incidiendo en mayor restricción del crédito al sector privado y ello en un deterioro de la confianza de empresas y consumidores.

Por su parte, los mercados de capitales también mostraron una mayor volatilidad, lo que generó un incremento de los diferenciales crediticios en los principales mercados de renta fija. Este pesimismo también se extendió a los mercados de renta variable, donde las principales bolsas registraron retrocesos por el temor de los efectos negativos sobre el crecimiento económico, provenientes de los desequilibrios fiscales en algunas economías de la Zona del Euro.

economías como consecuencia del *flight to quality*⁶. La mayor incertidumbre también se ha reflejado en un resurgimiento de los problemas de liquidez.

CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD

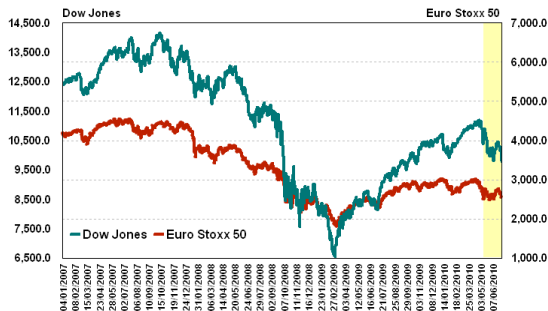
PERÍODO: 2008 - 2010^{a/}



^{a/} Al 30 de junio.
Este es un instrumento financiero por medio del cual se negocia el riesgo crediticio de un bono. El tenedor paga una prima (puntos básicos) sobre el valor nominal del bono a la entidad que otorga el CDS a cambio de que ésta responda por el valor nominal en caso de que el emisor incumpla. La valoración de un CDS se hace en puntos básicos sobre el valor nominal del bono y tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas.
Fuente: Bloomberg.

ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA DEL EURO: PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS

DE ENERO DE 2008 A JUNIO DE 2010^{1/}

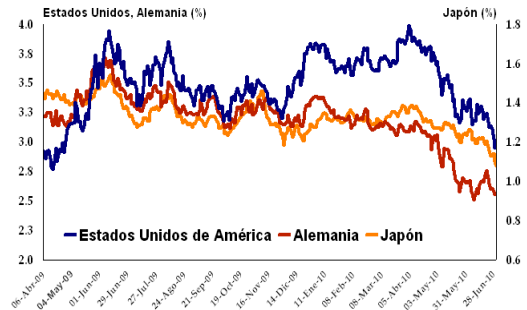


^{1/} Al 30 de junio.
El Dow Jones EURO STOXX 50 es un índice de referencia de la bolsa de la Eurozona creado el 26 de febrero de 1998. Está elaborado por STOXX Limited, una alianza comercial entre Deutsche Börse, Dow Jones & Company y SWX Swiss Exchange. Es un índice ponderado por capitalización bursátil, lo cual significa que, al contrario de índices como el Dow Jones, no todas las empresas que lo forman tienen el mismo peso.
Fuente: Bloomberg.

Los impactos de estos episodios de alta volatilidad han variado alrededor del mundo. En las economías desarrolladas se han afectado los precios de los activos. Las tasas de interés de largo plazo cayeron significativamente en las principales

ECONOMÍAS AVANZADAS: TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO^{1/}

2009-2010^{a/}

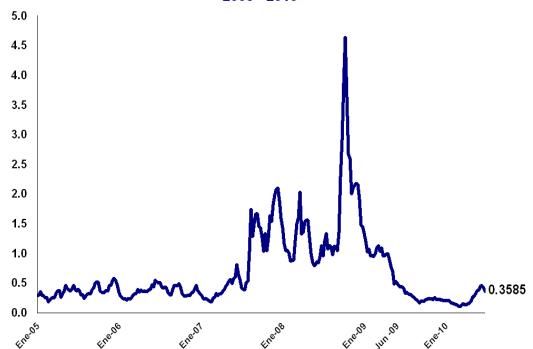


^{a/} Al 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.
Corresponde al rendimiento de los bonos a 10 años.

TED SPREAD

Puntos Porcentuales

2005 - 2010^{a/}

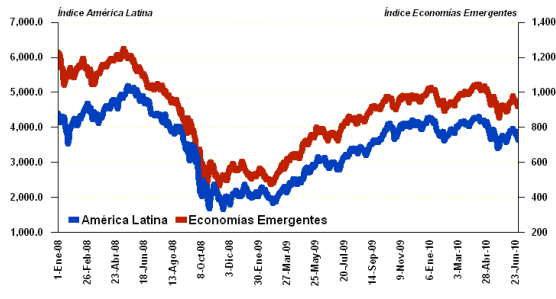


^{a/} Al 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

En las economías emergentes, si bien los mercados de renta variable han caído y el riesgo soberano ha aumentado, los efectos han sido de una menor cuantía.

⁶ Situación en la que los inversores se inclinan por los títulos valores de mayor calificación y, por ende, de más seguridad. Comportamiento asociado a la incertidumbre en los mercados financieros.

**MSCI: ECONOMÍAS EMERGENTES
Y AMÉRICA LATINA**
PERÍODO: 2008 - 2010 ³¹



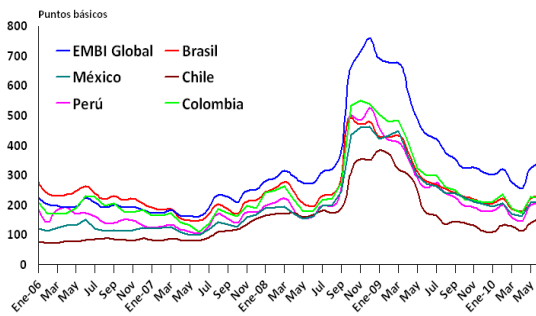
³¹ al 30 de junio
Fuente: Bloomberg.
MSCI: Es un índice creado por Morgan Stanley Capital International diseñado para medir el desempeño del mercado accionario.
Nota: El índice para América Latina está conformado por 7 países. El índice para Economías Emergentes por 26 países.
Fuente: Bloomberg.

	TIPO DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS				
	Moneda por US Dólar				
	Tipo de Cambio			Variación	
	Al 31-12-08	Al 31-12-09	Al 30-06-10	2009/2008	2010/2009
Zona del Euro	0.72	0.69	0.82	-3.48	17.48
Reino Unido	0.69	0.62	0.67	-9.73	7.91
Suiza	0.94	0.97	0.93	3.28	-3.98
Japón	90.70	92.67	88.58	2.17	-4.41
México	13.82	13.09	12.87	-5.32	-1.68
Brasil	2.33	1.74	1.80	-25.34	3.70
Chile	636.45	506.43	546.04	-20.43	7.82
Perú	3.14	2.88	2.83	-8.19	-1.98
Colombia	2251.71	2044.23	1900.11	-9.21	-7.05

Fuente: Bancos Centrales.

Nota: Signo positivo significa depreciación, signo negativo significa apreciación.

EMERGING MARKETS BOND INDEX GLOBAL SPREAD(EMBI GLOBAL SPREAD) ³²
Y DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



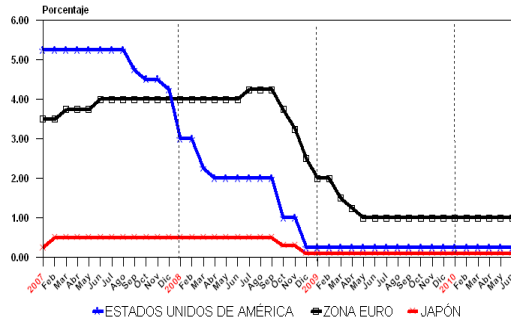
³² Promedio al 30 de junio.
³³ El spread soberano es el premio o spread en puntos base que los inversionistas exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno de un país distinto de Estados Unidos de América. El EMBI Global Spread (Emerging Markets Bond Index Global Spread) es un promedio ponderado de spreads soberanos según la capitalización de mercado de cada instrumento. Este índice cubre los instrumentos denominados en dólares, emitidos por gobiernos y entidades clasificadas 'rating A' entre otros. Bondor Bond, y susobondos instrumentos de deuda emitidos en el mercado local.
Fuente: JP Morgan

En los mercados cambiarios se observó que, debido a la mayor aversión al riesgo, se produjo una apreciación generalizada del dólar, principalmente frente a las monedas convertibles de Europa, como el euro y la libra esterlina. Por el contrario, frente a las monedas de Japón, México, Perú y Colombia, el dólar registró una tendencia a la depreciación; cabe mencionar que las monedas de la región latinoamericana se han visto fortalecidas por una mejora en los precios de los *commodities*.

Adicionalmente, esta mayor aversión al riesgo llevó a un nuevo máximo el precio del oro, el cual se ubicó en US\$1,241.65 por onza troy el 30 de junio de 2010.

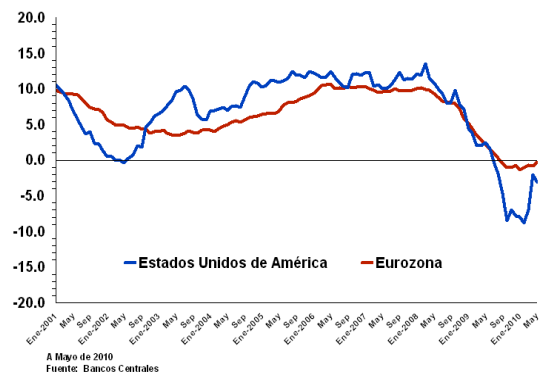
Por su parte, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de las medidas no convencionales de política monetaria; no obstante, las decisiones sobre los cambios en la tasa de interés de política monetaria han sido mixtas, evidenciando cierta pausa en el proceso de ajuste debido a la incertidumbre en los mercados internacionales. En la región latinoamericana, Brasil fue el primero en iniciar el ciclo de alza de tasas, acumulando un incremento de 150 puntos básicos, en un contexto donde la tendencia de la inflación y de las expectativas inflacionarias se mantiene al alza. Seguidamente los bancos centrales de Perú y Chile elevaron sus tasas de interés (50 puntos básicos cada uno). Las expectativas del mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de política monetaria, particularmente, en las principales economías desarrolladas se postergan y, en algunos casos, incluso hasta el próximo año ante la posibilidad de que los problemas en Europa se intensifiquen o se propaguen, afectando la recuperación de la economía mundial. En concordancia con lo anterior, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, en cuanto a su decisión más reciente de mantener sin cambios la tasa de interés objetivo de fondos federales, adujo que las condiciones económicas, incluyendo las bajas tasas de utilización de recursos, la tendencia de inflación contenida y las expectativas estables de inflación permiten justificar niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un período prolongado.

TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, EUROZONA Y JAPÓN
AÑOS 2007-2010 *



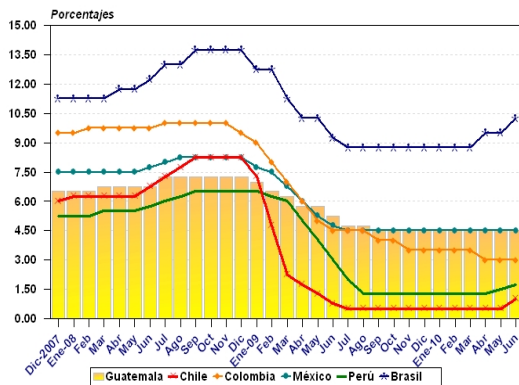
* A Junio 2010
Fuente: Bloomberg L.P.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO
Variación Interanual



A Mayo de 2010
Fuente: Bancos Centrales

COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN



Adicionalmente, el canal del crédito continúa sin restablecerse y en algunos países desarrollados los préstamos han continuado contrayéndose. Diversas encuestas muestran que, aunque las condiciones crediticias de los bancos comerciales para otorgar crédito se han flexibilizado, aún continúan restrictivas, aspecto que, aunado al alto nivel de endeudamiento tanto de las empresas como de los hogares y a la debilidad del mercado laboral, dificultan la reactivación económica.

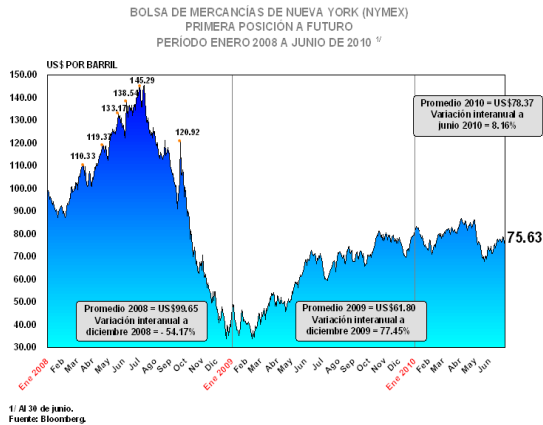
3. Precios internacionales de bienes básicos

A pesar de que los episodios de volatilidad en los mercados financieros han provocado diversas oscilaciones en los precios internacionales de las materias primas, la creciente demanda de Asia ha permitido que permanezcan relativamente estables.

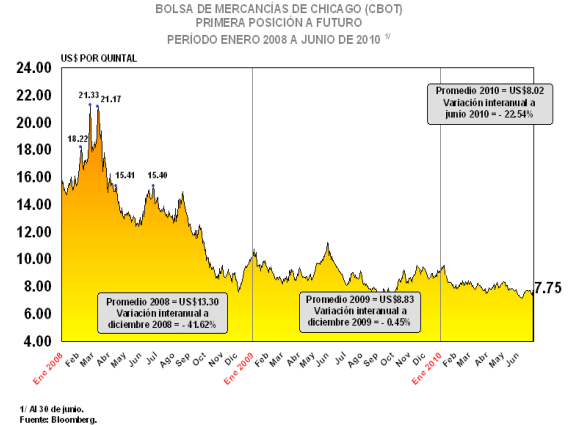
La tendencia general de los precios del petróleo ha sido al alza. Durante 2009 acumuló un aumento de 77.5%, con un precio promedio de US\$61.80 por barril. Asimismo, durante el primer semestre de 2010 ha registrado un aumento de 8.2% con un precio promedio de US\$78.37 por barril (el rango de precios osciló entre US\$70.00 y US\$86.00 por barril), comportamiento asociado a la paulatina recuperación económica mundial, a las restricciones por el lado de la oferta (cierres temporales por huracanes en las refinerías en la zona del Golfo de México y recientemente por el derrame de miles de barriles en el Golfo de México), y a las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y conflictos sociales en Nigeria (principal abastecedor de crudo a EE.UU.).

Durante mayo y junio, sin embargo, se registró una caída en el precio del petróleo al agudizarse los temores de un retraso en la recuperación de la demanda mundial por los problemas fiscales en varios países de Europa y por la elevada disponibilidad de inventarios de crudo y derivados en los Estados Unidos de América; en consecuencia, el precio pasó de US\$86.19 por barril el primer día hábil de mayo a US\$75.63 el 30 de junio de 2010.

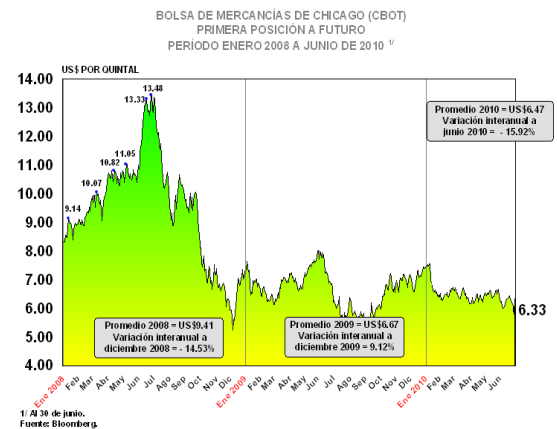
PETRÓLEO



TRIGO



MAÍZ



Por su parte, los precios internacionales de los *commodities* agrícolas mantuvieron un comportamiento menos volátil que el del petróleo, pero sí se evidencia en ellos una tendencia a la baja, que responde no sólo a la volatilidad por la intensificación de la incertidumbre ante los problemas fiscales de algunas economías de Europa, sino también a una mayor oferta, derivada de las buenas cosechas que obtuvieron algunos países productores el año pasado. Para 2010 el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América proyecta cosechas con récords máximos, por lo que podría preverse que en el transcurso del año los precios de estos *commodities* no se incrementen.

La cotización del trigo acumuló una leve caída de 0.45% en 2009, aunque en la primera mitad del año existió cierta preocupación por el clima y los retrasos en las siembras en Estados Unidos de América, lo que se disipó al confirmarse que la oferta sería abundante. El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América ha revisado al alza su estimación de producción mundial para la cosecha 2009/2010. En lo que va de 2010, el precio del trigo mantiene su tendencia a la baja aunque con ligera volatilidad.

El precio del maíz registró un aumento de 9.12% en 2009, como resultado de un exceso de humedad en los Estados Unidos de América que causó un retraso de las siembras. A pesar de ello, las estimaciones sobre la producción no se afectaron considerablemente. En el transcurso de 2010, el precio ha mantenido un comportamiento a la baja, pese a la mayor demanda por parte de la República Popular de China, que busca abastecer su mercado interno debido a una caída en la producción, afectada por condiciones climáticas desfavorables.

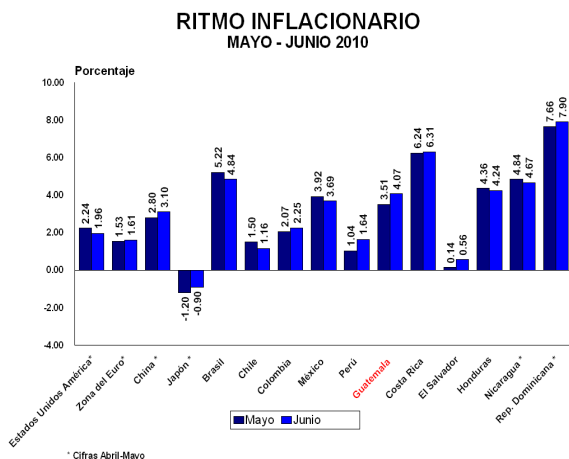
4. Inflación

Con respecto a la inflación, los registros en el presente año exhiben un repunte en comparación con los niveles observados en 2009.

La divergencia en el crecimiento entre economías también es perceptible en los indicadores de inflación esperada, aunque la mayoría de los niveles observados están en niveles dentro de las metas establecidas por los bancos centrales.

La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles bajos durante 2010 y las expectativas apuntan a que dicha tendencia continuará, dado que los niveles de utilización de la capacidad instalada aún son bajos. Ello explica el mantenimiento de bajas tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América y de los bancos centrales de otras economías avanzadas.

Sin embargo, en las economías emergentes se espera un repunte de la inflación. Esto último se da especialmente en países de Asia Emergente y en algunos de América Latina, en donde la actividad y la demanda se han recuperado fuertemente. De hecho, algunas de las proyecciones de inflación se posicionan en valores mayores a las metas establecidas por los bancos centrales, por lo que, como se mencionó anteriormente, algunos bancos centrales han comenzado a incrementar sus tasas de interés de política con el objetivo de mantener ancladas las expectativas y desacelerar las presiones inflacionarias.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2009 - 2010
(Variación Porcentual)**

	2009	2010 ^{py/}
CRECIMIENTO ECONÓMICO		
Economía Mundial	-0.6	4.6
Economías avanzadas	-3.2	2.6
Estados Unidos de América	-2.4	3.3
Zona del euro	-4.1	1.0
Japón	-5.2	2.4
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	2.5	6.8
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	6.9	9.2
República Popular China	9.1	10.5
India	5.7	9.4
África Subsahariana	2.2	5.0
Oriente Medio y Norte de África	2.4	4.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-1.8	4.8
Brasil	-0.2	7.1
México	-6.5	4.5
Europa Central y del Este	-3.6	3.2
Comunidad de Estados Independientes	-6.6	4.3
INFLACIÓN^{2/}		
Economías avanzadas	1.0	1.3
Estados Unidos de América	2.0	1.7
Zona del euro	0.9	1.2
Japón	-1.7	-1.1
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	5.3	5.7
Países en desarrollo de Asia ^{1/}	4.7	4.9
República Popular China	0.7	3.1
India	15.0	8.1
África Subsahariana	8.2	7.7
Oriente Medio y Norte de África	5.2	6.7
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	4.8	6.8
Brasil	4.3	5.3
México	3.6	5.3
Europa Central y del Este	4.6	4.7
Comunidad de Estados Independientes	8.6	6.6

^{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 periodo.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, Abril y Julio 2010.

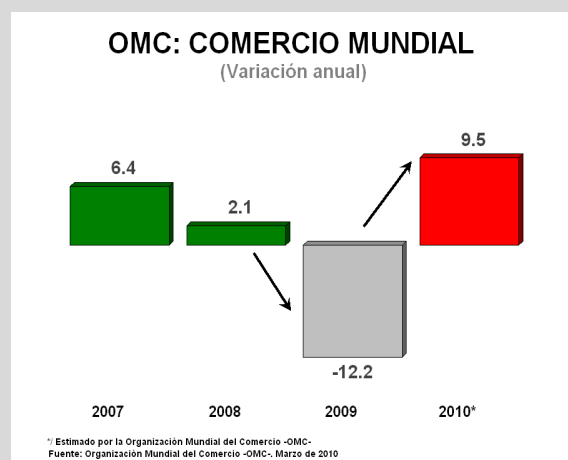
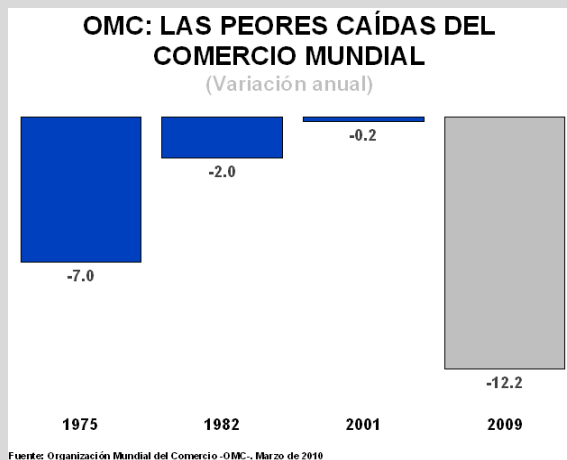
RECUADRO 1 PERSPECTIVAS DEL COMERCIO MUNDIAL EN 2010

Tras la peor caída observada en el comercio mundial en más de setenta años, la Organización Mundial del Comercio (OMC) prevé una recuperación en torno al 9.5% para este año; asimismo, se espera una recuperación del 7.6% en el volumen de las exportaciones en la economías desarrolladas y de 11.0% para las demás economías del mundo (economías en desarrollo y Comunidad de Estados Independientes).

Este firme avance contribuirá a que se recupere, aunque parcialmente, el terreno perdido en 2009, cuando la crisis económica mundial produjo una contracción del 12.2% en el volumen del comercio mundial. En dólares corrientes de los Estados Unidos de América, el comercio se contrajo aún más que en volumen (-23.0%), lo que se explica, principalmente, por la disminución de los precios del petróleo y de otros productos básicos. Por otra parte, un aspecto positivo en 2009 fue la ausencia de incrementos importantes en los obstáculos al comercio impuestos por los miembros de la OMC en respuesta a la crisis, aunque es probable que, debido a la persistencia de altas tasas de desempleo en muchos países y regiones, se intensifiquen las presiones proteccionistas.

El abrupto descenso del comercio en 2009 se explica por una marcada contracción de la demanda mundial, la imposición de algunas medidas proteccionistas y la escasa disponibilidad de financiación para el comercio. La disminución de la riqueza durante la recesión hizo que los hogares y empresas redujeran el gasto en todo tipo de bienes, particularmente en los de consumo duradero y en los de inversión (automóviles y maquinaria industrial). La disminución de la demanda de estos productos repercutió en ciertas industrias, en particular, en la de hierro y del acero. Los bienes de consumo duradero y los bienes de inversión constituyen una parte relativamente pequeña de la producción mundial, pero una parte relativamente grande del comercio mundial. En consecuencia, el descenso en la demanda de esos productos tuvo un efecto más que proporcional en el comercio que en el PIB mundial.

Las perspectivas para 2010 indican que tanto la producción como el comercio se encuentran actualmente en fase de recuperación. Si la economía mundial no experimenta perturbaciones, el comercio mundial de mercancías debería retomar su trayectoria normal ascendente para finales de 2010. Las proyecciones de la OMC para el comercio mundial presuponen que el PIB mundial crecerá en un 2.9% para final de año, así como la estabilidad en los precios del petróleo y en los tipos de cambio. Dichas tasas de crecimiento son insuficientes para alcanzar en este año los niveles observados antes de la crisis; sin embargo, con dos años de crecimiento a este ritmo, los niveles del comercio superarían el máximo alcanzado en 2008, aunque las economías desarrolladas necesitarían tres años de crecimiento para lograrlo.

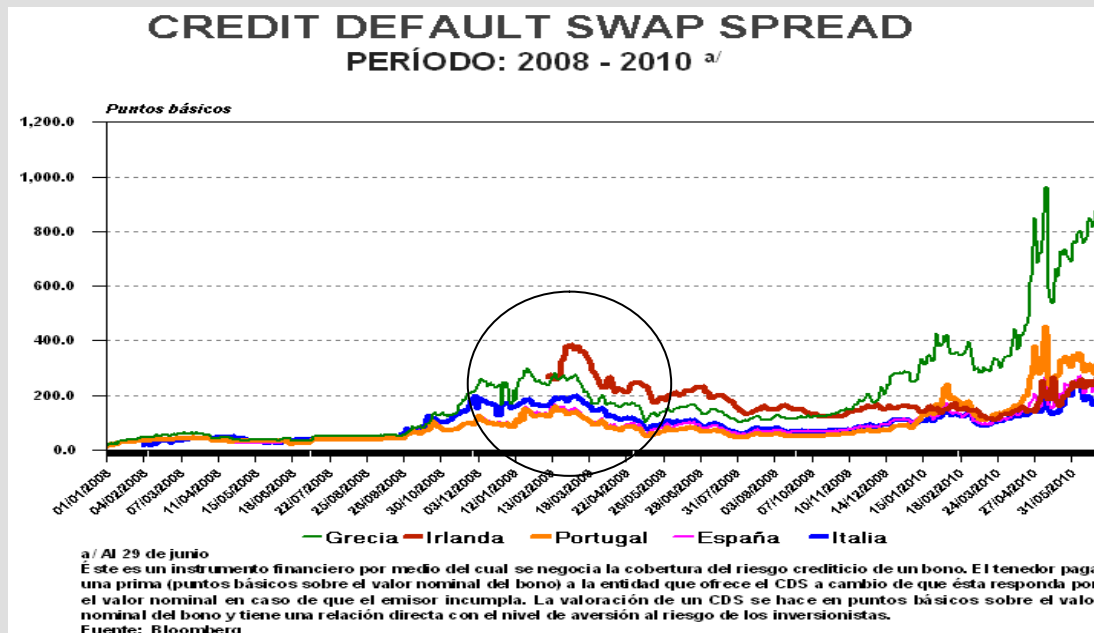


Fuente: Organización Mundial del Comercio, Comunicado de Prensa No. 598. Marzo de 2010.

RECUADRO 2 DIFICULTADES EN ALGUNAS ECONOMÍAS EUROPEAS

Los planes de estímulo fiscal ejecutados para sostener la actividad económica durante la profundización de la crisis, junto con la reducción de los ingresos públicos, deterioraron las finanzas públicas, traducándose en déficits fiscales elevados y en alzas importantes en el nivel de deuda pública de muchos países, principalmente en los países con economías desarrolladas. El fuerte aumento de la deuda pública de estos países podría debilitar la estabilidad macroeconómica y la solidez de sus monedas. Esto último se está observando en países como Grecia y en menor medida en Irlanda, Italia, Portugal y España, países que habían sido considerados como estables y que actualmente han sido afectados tanto en su calificación crediticia como en sus primas de riesgo, debido al deterioro económico y a las presiones sobre sus cuentas fiscales.

Actualmente la deuda griega, de más de 400 mil millones de euros, representa un 115.1% del PIB y su déficit fiscal alcanza el 13.6% del PIB, cifra muy por encima del 3.0% permitido dentro del Tratado de Maastricht. A comienzos de 2002, Grecia a través de Goldman Sachs canjeaba por euros su deuda soberana en dólares estadounidenses y en yenes, que luego de un determinado período volvía a ser canjeada por la divisa original, por lo que el monto de la deuda griega cambiaba hasta convertirse en el nivel ideal que le permitía un mayor endeudamiento al gobierno a tasas de interés relativamente bajas; sin embargo, ante los efectos de la crisis financiera y de la cercanía del vencimiento de los bonos emitidos por el Estado, la verdadera dimensión de las cuentas públicas fue conocida, lo que provocó incertidumbre en los mercados financieros en los primeros meses del año. De igual forma, esta situación ha provocado presiones sobre el euro, el cual se ha debilitado cerca de un 17.9% durante 2010 y ha alimentado los temores sobre una posible crisis de deuda que afectaría al resto de países de la Unión Europea. Es así como las primas de riesgo, medidas por los *Credit Default Swaps* (CDS), se han elevado considerablemente desde principios de año, especialmente para Grecia, España y Portugal, alcanzando niveles superiores a los presentados en la profundización de la crisis internacional. Aunque dicha tendencia se revertió temporalmente, debido al anuncio sobre el apoyo acordado por las autoridades de la Zona del Euro conjuntamente con el Fondo Monetario Internacional y por los planes de consolidación fiscal propuestos por el gobierno griego, dichas primas de riesgo actualmente se ubican en valores superiores a los observados antes del inicio de la crisis.



En el caso español, si bien su situación fiscal es menos débil que la griega, con una deuda pública que asciende a 53.2% del PIB (60.0% permitido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Zona del Euro), el elevado volumen de deuda privada, así como su poder de contagio, implican riesgos a juicio de inversionistas. España representa aproximadamente el 10.0% del PIB de la Zona del Euro, mientras que Grecia representa el 2.7%.



La prima de riesgo, medida por el diferencial de la rentabilidad de la deuda soberana de estos países frente a la deuda alemana, ha mostrado un comportamiento al alza, derivado de la incertidumbre que aún persiste y de la necesidad de financiamiento de estos países para cumplir con el pago de su deuda.

Dentro de los riesgos a corto plazo se encuentra la posibilidad de un incremento en las tasas de interés. En efecto, esta crisis se ha producido en un contexto en el que las tasas de interés han permanecido en niveles históricamente bajos, por lo que, si la recuperación de las economías se empieza a concretar, la estrategia de salida del Banco Central Europeo será indudablemente elevar la tasa de interés, lo cual añadirá más presión a las economías altamente endeudadas.

INDICADORES DE PAÍSES EUROPEOS CON PROBLEMAS

	2009				Rendimientos de Bonos a 10 años junio de 2010 ¹¹	CALIFICACIONES CREDITICIAS POR PAÍS 2010		
	Déficit Fiscal % PIB	Deuda Pública % PIB	Déficit Cta. Cte.	Tasa de Crecimiento		Moody's	S&P	Fitch
Portugal	9.4	76.8	-10.5	-2.7	5.7%	Aa2	A-	AA-
Irlanda	14.3	64.0	-2.9	-7.1	5.5%	Aa1	AA	AA-
Italia	5.3	115.8	-3.2	-5.0	4.1%	Aa2	A+	AA-
Grecia	13.6	115.1	-11.2	-2.0	10.4%	Ba1	BB+	BBB-
España	11.2	53.2	-5.4	-3.6	4.6%	Aaa	AA	AA+

Fuente: Moody's Global Credit Research. Mayo 2010. Fondo Monetario Internacional. Abril 2010 y Bloomberg. Junio 2010.

¹¹En referencia los bonos alemanes tienen un rendimiento de 2.552%.

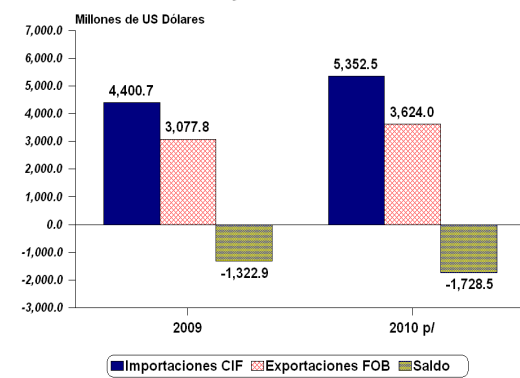
B. NACIONAL

1. Balanza comercial a mayo de 2010, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal

a) Balanza comercial a mayo de 2010

La balanza comercial⁷, a mayo de 2010, registró un saldo deficitario de US\$1,728.5 millones (equivalente a 4.4% del PIB), superior en US\$405.6 millones (30.7%) al observado en igual período del año previo (equivalente a 3.5% del PIB). Este resultado estuvo determinado por el aumento de 21.6% en el valor de las importaciones CIF (disminución de 29.2% a mayo de 2009), al pasar de US\$4,400.7 millones a US\$5,352.5 millones, y que superó el aumento de 17.7% en el valor de las exportaciones FOB (disminución de 4.9% a mayo de 2009), al pasar de US\$3,077.8 millones a mayo de 2009 a US\$3,624.0 millones a mayo de 2010.

BALANZA COMERCIAL
A mayo de cada año

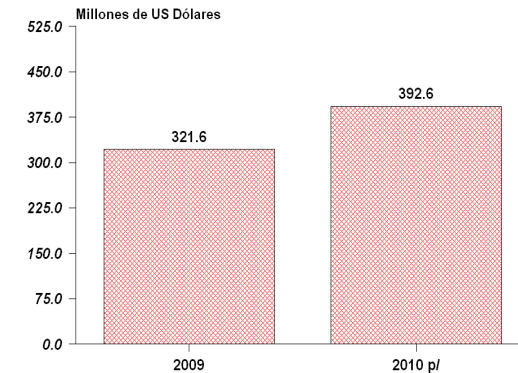


p/ Cifras preliminares

En el comportamiento de las exportaciones resalta que el valor de las de café se situó en US\$392.6 millones, superior en US\$71.0 millones (22.1%) al de mayo de 2009, que se explica por un aumento de 20.8% en su precio medio y de 1.0% en el volumen. El precio medio por quintal aumentó de US\$111.68 a US\$134.93, mientras que el volumen en quintales aumentó a 2,909.6 miles. El aumento en el volumen se explica, fundamentalmente, por el incremento en la demanda de algunos países europeos, Canadá y Japón. Según la Organización Internacional del Café (OIC), el aumento en los precios internacionales, por una parte, refleja disminución en la producción de café por parte de Brasil debido a la bianualidad de las

cosechas⁸; y, por otra, los cambios climáticos que afectaron la producción de café en Colombia, así como a la renovación de sus áreas de cultivo.

EXPORTACIONES (FOB) DE CAFÉ
A mayo de cada año



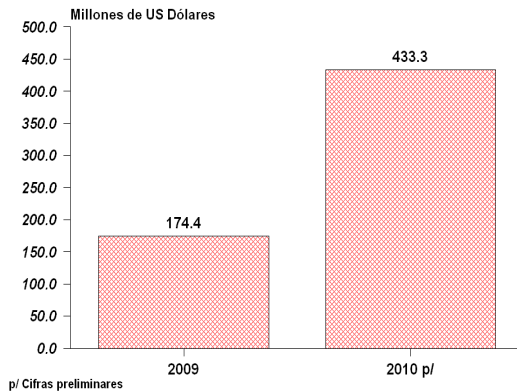
p/ Cifras preliminares

El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$433.3 millones, superior en US\$258.9 millones (148.5%) al registrado a mayo de 2009 y es resultado de los incrementos de 87.0% en el volumen y de 32.9% en el precio medio. El volumen en quintales pasó de 12,490 miles a 23,359.1 miles. De acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), el incremento en el volumen se derivó del aumento de una mayor demanda por parte de México, ante la caída de su producción de caña de azúcar por la sequía sufrida en gran parte de su territorio. Por su parte, el precio medio por quintal aumentó al pasar de US\$13.96 a US\$18.55. ASAZGUA indica que dicho incremento refleja caídas en la oferta mundial por la reducción en la producción de los principales países productores como India, derivado de una sequía que afectó sus plantaciones; y, Brasil que se vio afectado por el exceso de lluvias.

⁷ Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

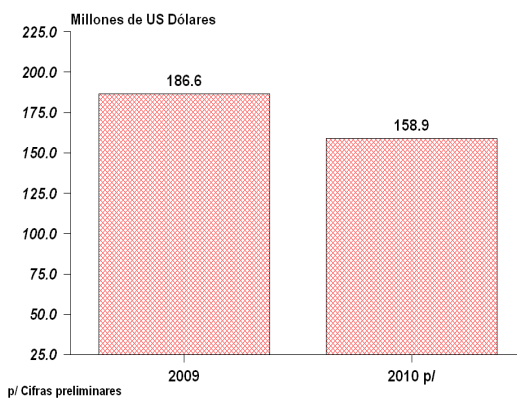
⁸ La bianualidad de las cosechas de café en Brasil se refiere al hecho de que luego de una temporada de alta producción le sigue una de baja producción con la consecuente necesidad de crear reservas de café para su posterior exportación.

EXPORTACIONES (FOB) DE AZÚCAR A mayo de cada año



En lo que respecta al valor de las exportaciones de banano, éste se ubicó en US\$158.9 millones, monto inferior en US\$27.7 millones (14.8%) al registrado a mayo de 2009, explicado, básicamente, por la disminución en el precio medio de exportación ya que el volumen registró un aumento. En efecto, el volumen pasó de 13,138.3 miles de quintales a 13,591.5 miles de quintales, asociado a la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, mientras que el precio medio por quintal disminuyó 17.7%, al pasar de US\$14.20 a US\$11.69.

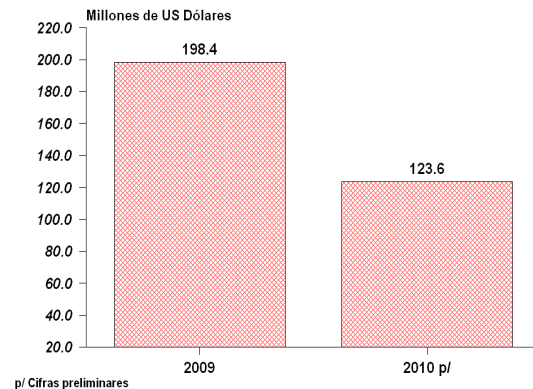
EXPORTACIONES (FOB) DE BANANO A mayo de cada año



El valor de las exportaciones de cardamomo cayó 37.7% situándose en US\$123.6 millones, inferior al US\$198.4 millones observado a mayo de 2009. Este resultado se explica por la disminución de 16.2% en el precio medio por quintal, que pasó de US\$772.28 a US\$647.12 y por la disminución de 74.8 miles de quintales registrada en

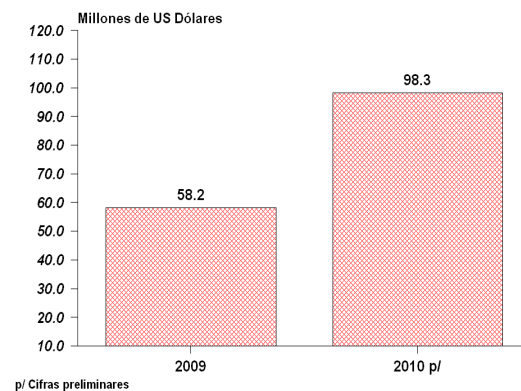
el volumen exportado al ubicarse en 191.0 miles de quintales. De conformidad con el semanario internacional *The Public Ledger*, la disminución del precio del cardamomo se asocia a una disminución en la demanda a nivel internacional.

EXPORTACIONES (FOB) DE CARDAMOMO A mayo de cada año



El valor de las exportaciones de petróleo se situó en US\$98.3 millones, monto superior en US\$40.1 millones (68.9%) al registrado al mismo periodo de 2009. Dicho comportamiento reflejó el aumento en el precio medio de exportación por barril que se situó en US\$61.03⁹, mayor en US\$29.8 (95.17%) al observado a mayo de 2009.

EXPORTACIONES DE PETRÓLEO A mayo de cada año



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en

⁹ El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$78.77 a mayo de 2010), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.

US\$2,417.3 millones, monto superior en US\$278.7 millones (13.0%) respecto a mayo de 2009 y recoge los aumentos de US\$69.4 millones (8.6%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana, de US\$77.0 millones (18.9%) al resto del mundo, así como de US\$132.3 millones (14.3%) de las exportaciones amparadas bajo el Decreto 29-89.

En lo que respecta a las exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en: materiales de construcción por US\$14.5 millones, productos alimenticios por US\$8.8 millones, artículos plásticos por US\$8.5 millones, productos químicos por US\$8.4 millones y artículos de vestuario por US\$3.6 millones. Por su parte, en las exportaciones al resto del mundo, destaca el aumento en: caucho natural por US\$16.5 millones, productos químicos por US\$13.4 millones, artículos de vestuario por US\$8.7 millones, minerales por US\$7.2 millones, y flores, plantas, semillas y raíces por US\$6.6 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a mayo de 2010, éste se situó en US\$5,352.5 millones, monto superior en US\$951.8 millones (21.6%) al registrado en igual período de 2009. Este incremento refleja tanto el mayor ritmo en la actividad económica del país, como el aumento en el precio internacional del petróleo. Las importaciones de Combustibles y Lubricantes se incrementaron 43.4%, al pasar de US\$734.1 millones a US\$1,052.7 millones; las de Materias Primas y Productos Intermedios aumentaron 27.0%, al pasar de US\$1,077.6 millones a US\$1,368.9 millones; las de Bienes de Consumo aumentaron 14.3%, al pasar de US\$1,218.1 millones a US\$1,392.6 millones; y, las de Maquinaria, Equipo y Herramienta se incrementaron 5.9%, al pasar de US\$704.3 millones a US\$746.0 millones. Asimismo, las importaciones asociadas a la producción amparada en el Decreto 29-89 registraron un monto de US\$682.7 millones, superior en US\$132.7 millones (24.1%) al monto registrado en igual período de 2009. Por otra parte, disminuyeron las importaciones de Materiales de Construcción en 6.0%, al pasar de US\$116.4 millones a US\$109.3 millones.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Al 30 de junio de 2010, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,847.6 millones, monto mayor en US\$635.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2009.

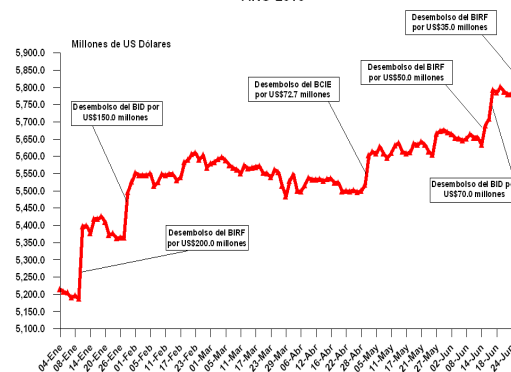
Dicho incremento resulta de desembolsos de préstamos al Sector Público no Financiero por US\$647.2 millones (de los cuales: del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

(BIRF) US\$285.0 millones; del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) US\$220.0 millones; y, del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) US\$72.7 millones) y de egresos que incluyen amortización de deuda pública externa no bonificada del Sector Público no Financiero por US\$213.5 millones y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$50.3 millones.

Adicionalmente, destacan las compras y ventas de divisas del Banco Central en el mercado cambiario cuyo efecto neto fue de US\$49.4 millones; el rendimiento de inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$62.0 millones (de los cuales US\$43.1 millones corresponden a los rendimientos netos por la inversión de las reservas de cartera y US\$18.9 millones corresponden a valorización neta por variaciones de precios realizadas del portafolio); los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por US\$127.8 millones; las regalías por explotación de petróleo por US\$46.7 millones y otros egresos netos por US\$34.3 millones.

El monto actual de RMIN permitiría cubrir 5.4 meses de importaciones o el equivalente de 9.7 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año (9.3 veces al 30 de junio de 2009) o el equivalente de 3.6 veces la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y las amortizaciones de la deuda pública externa en un año.

RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS
AÑO 2010*



* Al 30 de junio

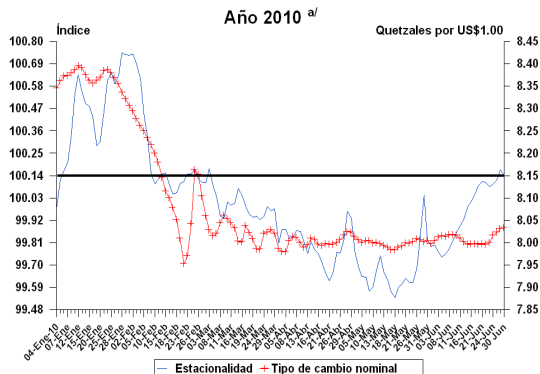
c) Tipo de cambio nominal

En el primer semestre del presente año, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación de Q0.316 (3.78%), al pasar de Q8.34950 por US\$1.00 el 31 de diciembre

de 2009 a Q8.03398 por US\$1.00 el 30 de junio de 2010.

En relación con el comportamiento del tipo de cambio, en general, esta variable tiende a apreciarse por razones estacionales durante el primer semestre de cada año. En el primer semestre de 2010, la evolución del tipo de cambio se acercó al comportamiento de sus índices estacionales. Sin embargo, mostró un episodio de volatilidad inusual en febrero que lo alejó temporalmente de su comportamiento estacional.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL
Y SU ESTACIONALIDAD ^{1/}



^{1/} Estacionalidad base: 2000-2007
* Al 30 de junio

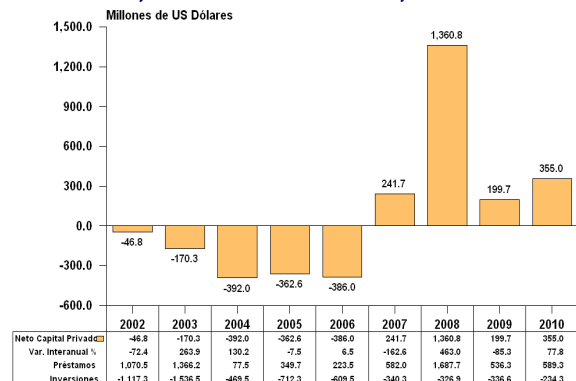
En adición a su patrón estacional, el comportamiento del tipo de cambio nominal puede explicarse fundamentalmente por la evolución de los flujos de capital privado y las expectativas de los agentes económicos. En efecto, según datos de la balanza cambiaria, los flujos de capital privado se incrementaron de US\$199.7 millones en 2009 a US\$355.0 millones en 2010, en el período comprendido del 1 de enero al 30 de junio de cada uno de esos años. Este aumento es explicado fundamentalmente por el incremento en el rubro de préstamos de largo plazo, los cuales se incrementaron en 9.9% respecto del flujo observado a la misma fecha de 2009¹⁰.

¹⁰ Por su parte, la cuenta corriente de la balanza cambiaria al 30 de junio de 2010 registró un déficit de US\$98.3 millones (superávit de US\$448.1 millones a la misma fecha del año anterior).

RUBRO CAPITAL PRIVADO

(Ingresos-Egresos)

Flujo acumulado del 1 de enero al 30 de junio de cada año



También habría incidido un cambio en las expectativas de los agentes económicos, como consecuencia de una mejor percepción respecto del desempeño esperado de la economía mundial para 2010 y sus efectos positivos en la economía nacional. Dichas expectativas se habrían intensificado en los primeros meses del año evidenciándose en una rápida apreciación hasta llegar a un punto de inflexión en donde recuperó valor rápidamente para luego estabilizarse y registrar una evolución congruente con su estacionalidad, luego de la rápida intervención del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

Vale la pena destacar que el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario, de conformidad con la regla que para el efecto autorizó la Junta Monetaria (mediante resolución JM-145-2009, del 30 de diciembre de 2009), con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin alterar su tendencia y, de esa manera, evitar una exacerbación de las expectativas de apreciación o depreciación cambiaria. Por ese motivo, durante el primer semestre del año, el Banco de Guatemala participó en el mercado cambiario comprando US\$146.55 millones (US\$3.30 millones en enero, US\$132.55 millones en febrero y US\$10.70 millones en marzo) y vendiendo US\$97.20 millones (US\$81.30 millones en febrero y US\$15.90 millones en marzo).

2. Situación de las finanzas públicas

Las finanzas públicas continuaron experimentando retos importantes durante el primer semestre del año. Si bien los ingresos tributarios registraron un crecimiento interanual de 9.0%, reflejando en general una actividad económica más dinámica y particularmente la recuperación de las importaciones, hasta mayo prevaleció la incertidumbre en cuanto al financiamiento del déficit fiscal, lo que obligó al gobierno central a realizar



ajustes a las asignaciones presupuestarias (contenidos en Acuerdo Gubernativo Número 356-2009). En este contexto, el gasto público creció en una forma dinámica en los primeros dos meses del año (20.1%), se desaceleró entre marzo (14.2% y abril (4.4%) y comenzó a acelerarse nuevamente a partir de mayo, luego de aprobarse la emisión de Bonos del Tesoro por Q4,500.0 millones, registrando tasas de crecimiento de 12.6% en mayo y 14.9% en junio. El déficit fiscal observado a esa fecha alcanzó Q3,132.9 millones, equivalente a 1.0% del PIB, superior al observado en el mismo período de año anterior, que fue de Q1,903.1 millones y de 0.6% en términos del PIB. Los gastos de funcionamiento cobraron mucho mayor dinamismo, incrementándose en 19.4% durante el primer semestre, mientras que los gastos de inversión registraron un aumento moderado de sólo 2.3%. La necesidad de atender la emergencia y de financiar un programa de reconstrucción del país, luego de los daños ocasionados por los dos desastres naturales recientes, en el contexto de una carga tributaria que ya era débil y de un gasto fiscal creciente, plantea nuevos desafíos para las finanzas públicas en lo que resta del año, y para los años siguientes, y requiere de una política monetaria que se mantenga vigilante para adoptar las acciones pertinentes en forma oportuna que permitan mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010, se plantearon tres posibles escenarios fiscales derivados de la no aprobación por parte del Congreso de la República del proyecto de Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010 presentado por el Organismo Ejecutivo, tomando como referencia lo contemplado en el Acuerdo *Stand-By* precautorio con el Fondo Monetario Internacional. El escenario congruente con el referido Acuerdo, se tomó como base para evaluar el desempeño de las finanzas públicas durante el primer semestre, como se comenta a continuación.

a) **Análisis de la situación financiera del Gobierno Central**

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a junio de 2010 registró un déficit fiscal de Q3,132.9 millones, equivalente a 1.0% del PIB (déficit de Q1,903.1 millones a junio de 2009, equivalente a 0.6% del PIB), el cual se ubicó por debajo de lo previsto en el Acuerdo *Stand-By* (déficit fiscal de Q4,380.8 millones), derivado de que la colocación de Bonos del Tesoro empezó a realizarse hasta el mes de junio, retrasando la ejecución del gasto público. Sin

embargo, dado que a la fecha se ha colocado el 44.1% de los mismos, se espera que el ritmo de crecimiento del gasto público registre un mayor dinamismo en lo que resta del año. Cabe indicar que a junio del presente año se registró un déficit primario¹¹ de 0.2% del PIB (superávit primario de 0.1% del PIB a junio de 2009), como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q2,383.8 millones del gasto total, se genera un déficit por Q749.1 millones (superávit de Q166.9 millones a junio de 2009) y un ahorro corriente de Q1,459.2 millones. Lo anterior es reflejo, principalmente, de los mayores gastos de operación del Gobierno Central.

Los ingresos totales a junio de 2010 registraron un monto de Q17,735.0 millones, superior en Q1,478.2 millones (9.1%) al observado en igual período del año anterior y superior en Q557.5 millones (3.2%) a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q16,702.7 millones, monto superior en Q1,382.3 millones (9.0%) al registrado a junio de 2009 y superior en Q652.6 (4.1%) millones a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*. Dicho aumento se explica por una mayor recaudación de impuestos indirectos (10.6%) respecto a junio de 2009. El aumento en la recaudación de los impuestos indirectos se debe, principalmente, a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA). En efecto, los ingresos por concepto de IVA fueron superiores en 12.5% respecto a lo percibido en igual período de 2009. Al respecto, es importante indicar que dicho resultado se debe, principalmente, a la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue mayor en 18.0% respecto a junio de 2009, lo que denota el proceso de recuperación económica del país.

Los gastos totales a junio de 2010 registraron un monto de Q20,867.9 millones, mayor en Q2,708.0 millones (14.9%) respecto al observado en igual período de 2009 y menor en Q690.4 millones (3.2%) a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*. Es importante agregar, que los gastos totales (incluyendo amortizaciones de deuda externa) al 30 de abril alcanzaron un monto de Q13,989.4 millones, menores en Q611.5 millones al techo presupuestario establecido en el Acuerdo Gubernativo Número 356-2009.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q16,025.6 millones, mayores en Q2,601.0 millones (19.4%) a los del mismo período del año anterior, como resultado de los mayores gastos de operación (Q1,335.3 millones), de transferencias

¹¹ El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.



corrientes (Q951.9 millones) y de intereses de la deuda pública (Q313.8 millones).

Los gastos de capital se situaron en Q4,842.3 millones, mayores en Q107.0 millones (2.3%) a los registrados en igual período de 2009, como resultado de los mayores gastos de inversión indirecta por Q197.7 millones, en tanto que los de inversión directa fueron menores en Q90.7 millones.

El financiamiento externo neto fue positivo en Q4,209.4 millones, como resultado de desembolsos por Q5,211.8 millones¹² y amortizaciones por Q1,002.4 millones. Al respecto, cabe indicar, que dicho financiamiento fue mayor en Q655.6 millones a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*, debido principalmente, al desembolso por US\$85.0 millones (equivalente a Q679.5 millones) proveniente del BIRF destinado al programa de reconstrucción derivado de la tormenta tropical *Agatha*, no contemplado en dicho acuerdo. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q1,811.8 millones, resultado de colocaciones por Q2,739.8 millones y amortizaciones por Q928.0 millones. Al respecto, cabe indicar que dicho financiamiento fue mayor en Q58.8 millones a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a junio de 2010, un aumento en la caja fiscal de Q2,888.3 millones, superior en Q1,996.3 millones a lo previsto en el Acuerdo *Stand-By*, como se ilustra en el cuadro siguiente:

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A JUNIO

AÑOS: 2009-2010

-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2009	2010 ^{pl}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	16,256.8	17,735.0	1,478.2	9.1
A. Ingresos	16,013.2	17,496.5	1,483.3	9.3
1. Ingresos Corrientes	16,001.9	17,484.8	1,482.9	9.3
a. Tributarios	15,320.4	16,702.7	1,382.3	9.0
b. No Tributarios	681.5	782.1	100.6	14.8
2. Ingresos de Capital	11.3	11.7	0.4	3.5
B. Donaciones	243.6	238.5	-5.1	-2.1
II. Total de Gastos	18,159.9	20,867.9	2,708.0	14.9
A. Funcionamiento	13,424.6	16,025.6	2,601.0	19.4
B. Capital	4,735.3	4,842.3	107.0	2.3
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,903.1	-3,132.9	-1,229.8	64.6
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	2,577.3	1,459.2	-1,118.1	-43.4
V. Financiamiento	1,903.1	3,132.9	1,229.8	64.6
A. Financiamiento Externo Neto	3,207.4	4,209.4	1,002.0	31.2
B. Financiamiento Interno Neto	1,560.1	1,811.8	251.7	16.1
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,864.4	-2,888.3	-23.9	0.8

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{pl} Cifras preliminares.

¹² Sobresalen los desembolsos siguientes: a) Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$285.0 millones, de los cuales US\$200.0 millones corresponden al "Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional" y US\$85.0 millones corresponden al "Préstamo para Políticas de Desarrollo para la Gestión de Riesgos de Desastres; b) Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$220.0 millones, de los cuales US\$150.0 millones corresponden al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas" y US\$70.0 millones corresponden al "Programa de Inversión en Capital Humano"; y, c) Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por US\$72.7 millones correspondientes al "Programa de Apoyo al Registro Nacional de las Personas".



RECUADRO 3
PRESUPUESTO GENERAL DE INGRESOS Y EGRESOS DEL ESTADO
PARA EL EJERCICIO FISCAL 2010

El proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010 por un monto de Q47,867.4 millones, sometido por el Organismo Ejecutivo a consideración del Congreso de la República no fue aprobado por dicho organismo y, por lo tanto, según la Constitución Política de la República, entra en vigencia el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009, aprobado por el Congreso de la República mediante Decreto Número 72-2008 por el monto de Q49,723.1 millones, el cual fue ampliado mediante Decreto Número 26-2009 por la cantidad de Q308.8 millones, ascendiendo el presupuesto vigente para 2009 a Q50,031.9 millones, el cual debe regir para el Ejercicio Fiscal 2010 de conformidad con el Acuerdo Gubernativo Número 356-2009. El acuerdo estableció, además, las normas de control y contención del gasto público, así como, las cuotas financieras del primer cuatrimestre por un monto de Q14,600.9 millones.

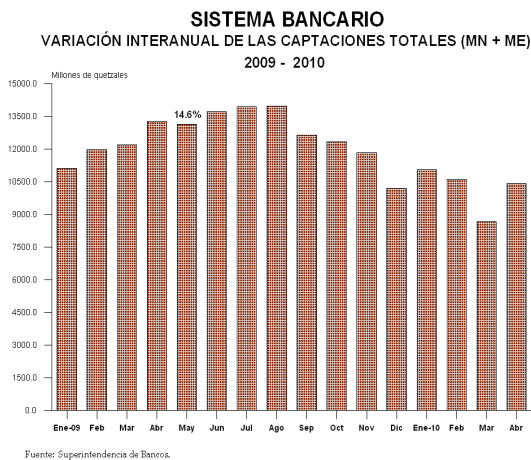
En el primer semestre de 2010, el presupuesto fue ampliado en tres ocasiones. En marzo, fue emitido el Decreto 8-2010, el cual, aprueba un préstamo con el BCIE por US\$115.0 millones denominado "Apoyo al Registro Nacional de las Personas (RENAP)" y amplía el presupuesto en Q860 millones. Asimismo, fue emitido el Decreto 11-2010 que aprueba un préstamo con el BID por US\$20.0 millones denominado "Programa de Apoyo al Comercio Exterior y la Integración" y amplía el presupuesto en Q111.3 millones. En mayo, fue emitido el Decreto 19-2010 denominado "Disposiciones de Apoyo Financiero, Re adecuación Presupuestaria, Transparencia Fiscal y Reformas al Decreto Número 72-2008 del Congreso de la República de Guatemala y sus Reformas, Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009" el cual aprueba, entre otros, la emisión de Bonos del Tesoro para el Ejercicio Fiscal 2010 por Q4,500.0 millones y una ampliación al presupuesto por Q300.0 millones con recursos provenientes de donaciones externas. En consecuencia, el presupuesto vigente al 30 de junio de 2010 alcanza un monto de Q51,303.2 millones. A su vez, en mayo también fue emitido el Acuerdo Gubernativo Número 157-2010, el cual establece las normas de control y contención del gasto público, así como, las cuotas de gasto para el segundo cuatrimestre de 2010.

Por último, el Organismo Ejecutivo presentó al Congreso de la República un proyecto de ley que pretende la ampliación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010 por un monto de Q1,300.0 millones, que incluye, entre otros, recursos para atender el programa de reconstrucción debido a la tormenta tropical Agatha. De ser aprobado dicho proyecto, el presupuesto para 2010 alcanzará un monto de Q52,603.2 millones.

3. Sistema bancario

a) Captaciones totales

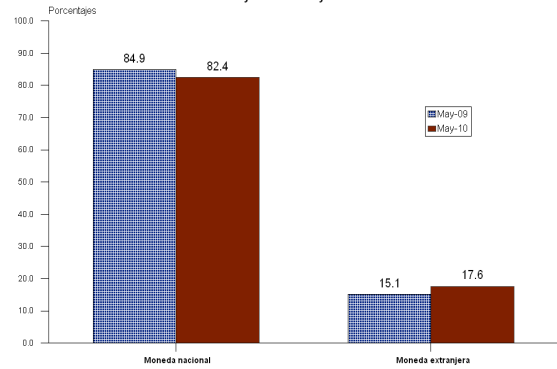
A mayo de 2010, las captaciones totales¹³ del sistema bancario nacional aumentaron en términos interanuales Q9,955.9 millones (9.6%), crecimiento inferior al observado a mayo de 2009 de 14.6%. En el comportamiento de las captaciones incide el incremento de los depósitos a plazo por Q5,148.1 millones; de los depósitos monetarios por Q3,324.4 millones; de los depósitos de ahorro por Q1,896.2 millones y la disminución de los otros depósitos¹⁴ y de las obligaciones financieras por Q189.5 millones y Q223.3 millones, respectivamente.



Cabe destacar que el dinamismo de las captaciones ha estado sustentado en la evolución positiva de los depósitos del público, los cuales aumentaron su participación en la variación de las captaciones, al pasar de 82.5% en mayo de 2009 a 88.2% en mayo de 2010. Dicho comportamiento permitió al sistema bancario compensar la reducción observada en los créditos obtenidos del exterior, lo que se ha constituido en una de las fortalezas del sistema bancario ante la crisis financiera internacional, denotando la confianza de los depositantes en las entidades bancarias del país.

En lo que respecta a la distribución por tipo de moneda, a mayo de 2010, el 82.4% de las captaciones totales estaban constituidas en moneda nacional (84.9% en mayo de 2009) y el 17.6% en moneda extranjera (15.1% en mayo de 2009), lo que implica un incremento de 2.5 puntos porcentuales en la participación de los recursos captados en moneda extranjera.

SISTEMA BANCARIO
COMPOSICIÓN POR TIPO DE MONEDA DE LAS CAPTACIONES TOTALES (MN + ME)
Mayo 2009 - Mayo 2010



b) Cartera crediticia por tipo de deudor¹⁵

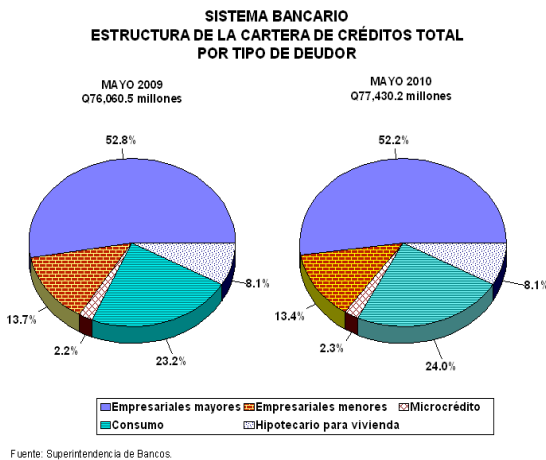
La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado, al 31 de mayo de 2010, se situó en Q77,430.2 millones, monto superior en Q1,369.7 millones (1.8%) al registrado en mayo de 2009. Dicha variación se explica, por una parte, por el incremento de los

¹⁵ 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.

¹³ Se refiere a la sumatoria de los depósitos y de las obligaciones financieras, incluyendo los depósitos de las entidades del sector público.

¹⁴ Incluye depósitos a la orden y depósitos con restricciones.

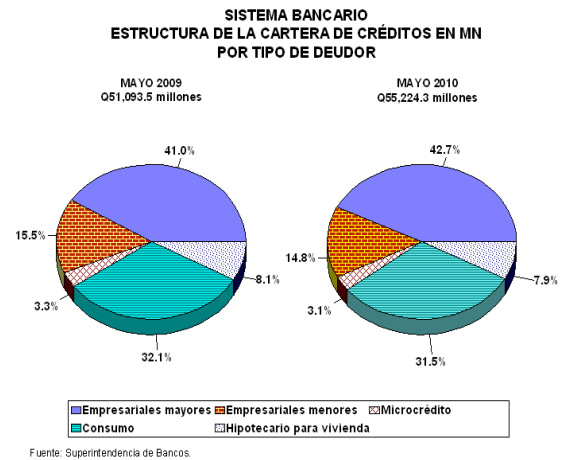
créditos de consumo en Q932.0 millones; de los créditos empresariales mayores por Q294.8 millones; de los créditos hipotecarios para vivienda por Q122.3 millones y de los microcréditos por Q47.8 millones y, por la otra parte, por la disminución de los créditos empresariales menores por Q27.2 millones. Como resultado de lo anterior, a mayo de 2010 la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la forma siguiente: créditos empresariales mayores, 52.2%; créditos de consumo, 24.0%; créditos empresariales menores, 13.4%; créditos hipotecarios para vivienda, 8.1%; y, microcréditos, 2.3%.



Respecto a mayo de 2009, los créditos para el consumo, los microcréditos, los créditos hipotecarios para vivienda y los créditos empresariales mayores aumentaron en 5.3%, 2.8%, 2.0%¹⁶ y 0.7%, respectivamente. Por su parte, los créditos empresariales menores disminuyeron 0.3%.

i) En moneda nacional

La cartera crediticia en moneda nacional, al 31 de mayo de 2010, representó 71.3% de la cartera de créditos total del sistema bancario (67.2% a mayo de 2009). Cabe indicar que durante el período la cartera crediticia en moneda nacional aumentó Q4,130.8 millones. Dicho incremento se integra de la manera siguiente: créditos empresariales mayores, Q2,631.5 millones; créditos de consumo, Q1,023.5 millones; créditos empresariales menores, Q222.4 millones; créditos hipotecarios para vivienda, Q203.2 millones; y, microcréditos, Q50.2 millones.

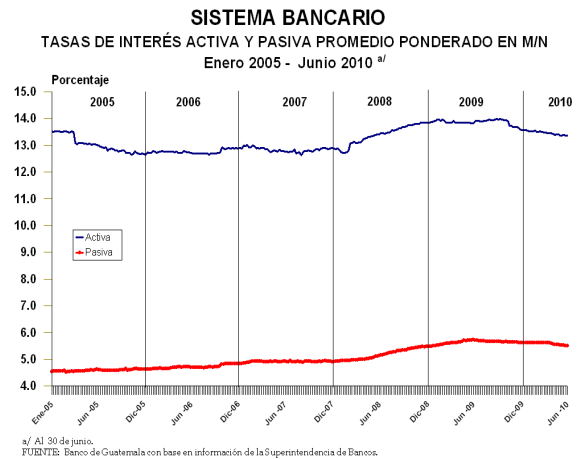
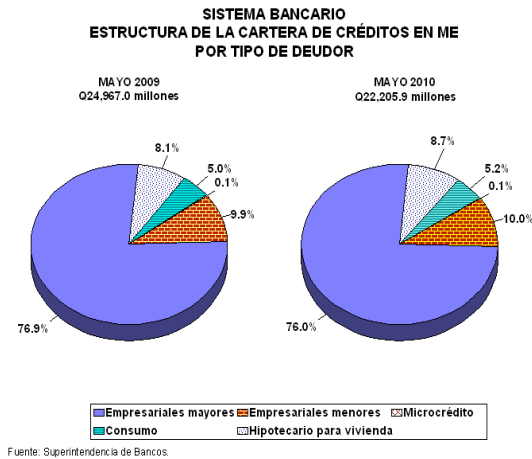


El comportamiento de la cartera crediticia en moneda nacional dio origen a que los créditos empresariales menores, los créditos de consumo, los microcréditos y los créditos hipotecarios para vivienda disminuyeran su participación en 0.7, 0.6, 0.2 y 0.2 puntos porcentuales, respectivamente. Por su parte, los créditos empresariales mayores aumentaron su participación en 1.7 puntos porcentuales.

ii) En moneda extranjera

La cartera crediticia en moneda extranjera, al 31 de mayo de 2010, representó 28.7% de la cartera de créditos total del sistema bancario (32.8% a mayo de 2009). Cabe indicar que durante el período la cartera de créditos en moneda extranjera disminuyó en el equivalente de Q2,761.1 millones, como resultado de la reducción registrada en todos los tipos de deudores de crédito. En efecto, los créditos empresariales mayores disminuyeron en Q2,336.7 millones; los créditos empresariales menores, Q249.6 millones; los créditos de consumo, Q91.5 millones; los créditos hipotecarios para vivienda, Q80.8 millones; y, los microcréditos, Q2.5 millones. Como resultado de lo anterior, los créditos hipotecarios para vivienda, los créditos de consumo y los créditos empresariales menores incrementaron su participación en 0.6, 0.2 y 0.1 puntos porcentuales, respectivamente. Por su parte, los créditos empresariales mayores disminuyeron su participación en 0.9 puntos porcentuales. Cabe señalar que la participación de los microcréditos no registró variación en el período.

¹⁶ Al agregar las cédulas hipotecarias FHA la tasa de crecimiento es igual.



c) Tasas de interés del sistema bancario
i) En moneda nacional

Durante el período enero-junio de 2010, las tasas de interés, promedio ponderado, registraron un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia la baja. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 30 de junio se situó en 13.36%, inferior en 0.21 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2009 (13.57%)¹⁷. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó en 5.50%, inferior a la registrada al 31 de diciembre 2009 (5.61%)¹⁸.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda nacional disminuyó 0.10 puntos porcentuales, al pasar de 7.96 puntos porcentuales en diciembre de 2009 a 7.86 puntos porcentuales el 30 de junio de 2010.

ii) En moneda extranjera

También en este caso, Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-junio de 2010 exhibieron un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia la baja. En efecto, al 30 de junio, la tasa de interés activa se situó en 8.35%, inferior en 0.29 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2009 (8.64%)¹⁹. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró una disminución, al pasar de 3.88% en diciembre de 2009 a 3.48% al 30 de junio de 2010²⁰.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera aumentó 0.11 puntos porcentuales, al pasar de 4.76 puntos porcentuales en

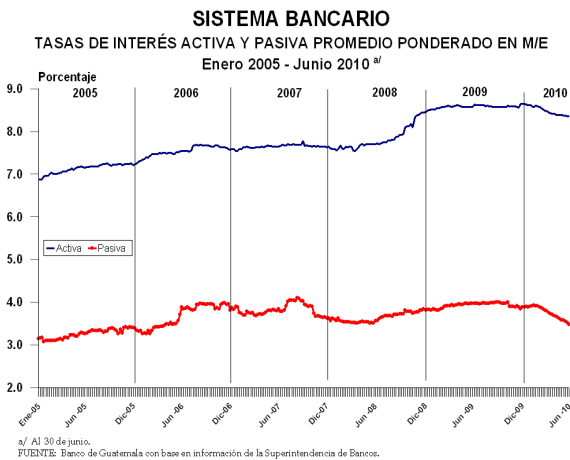
¹⁷ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2009, registró un nivel de 12.13%, mientras que al 30 de junio de 2010 se situó en 11.98%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés activa se ubicó en 14.29%, en tanto que al 30 de junio de 2010 se situó en 14.20%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés activa fue de 25.90%, mientras que al 30 de junio de 2010 se situó en 24.29%.

¹⁸ 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 30 de junio de 2010, registró un nivel de 5.16%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 5.27%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, fue de 6.07%, en tanto que, al 30 de junio de 2010 se ubicó en 5.94%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés pasiva se situó en 7.17%, igual que al 30 de junio de 2010.

¹⁹ 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 2009, registró un nivel de 7.90%, mientras que al 30 de junio de 2010 fue de 7.67%. En cuanto a la de los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2009 se ubicó en 10.08%, en tanto que al 30 de junio de 2010 se situó en 9.69%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés activa fue de 13.79%, mientras que al 30 de junio de 2010 se situó en 12.97%.

²⁰ 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 2009, registró un nivel de 3.49%, mientras que al 30 de junio de 2010 fue de 3.13%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, fue de 4.09%, en tanto que al 30 de junio de 2010 se ubicó en 3.63%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.83%, mientras que al 30 de junio de 2010 se situó en 5.37%.

diciembre de 2009 a 4.87 puntos porcentuales el 30 de junio de 2010.



d) Tasas de interés por tipo de deudor

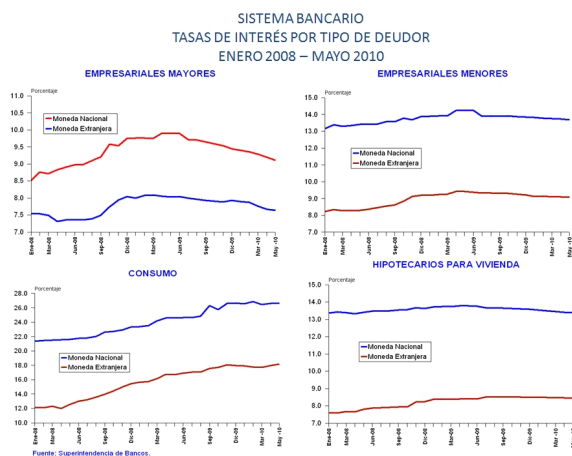
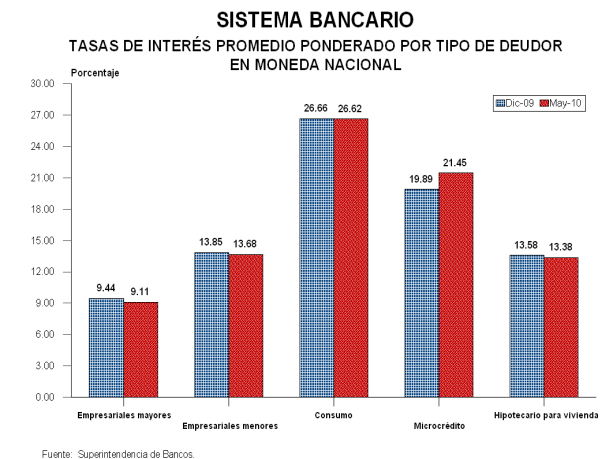
Durante el período de diciembre de 2009 a mayo de 2010, las tasas de interés promedio ponderado por tipo de deudor únicamente se incrementaron para las categorías de microcréditos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y de créditos de consumo en moneda extranjera.

En lo que respecta a la evolución de las tasas de interés de los créditos empresariales (mayores y menores) para un período más extenso (es decir, de enero de 2008 a mayo de 2010), evidencian una leve disminución al final del período, como resultado de la reducción en la demanda de crédito por parte del sector corporativo y de una menor aversión al riesgo, en particular, en el caso de los bancos grandes, quienes compiten directamente en el segmento empresarial por un mayor volumen de colocación de créditos; mientras los créditos empresariales mayores y menores fueron afectados por la reducción de la demanda externa e interna, respectivamente.

Por su parte, la tasa de interés de los créditos para el consumo ha observado un incremento, derivado, principalmente, del mayor riesgo crediticio asumido por los bancos medianos y pequeños, los cuales tienen mayor participación en este tipo de créditos. Respecto a las tasas de interés de los créditos hipotecarios para vivienda, éstas han mostrando una relativa estabilidad a lo largo del período.

i) En moneda nacional

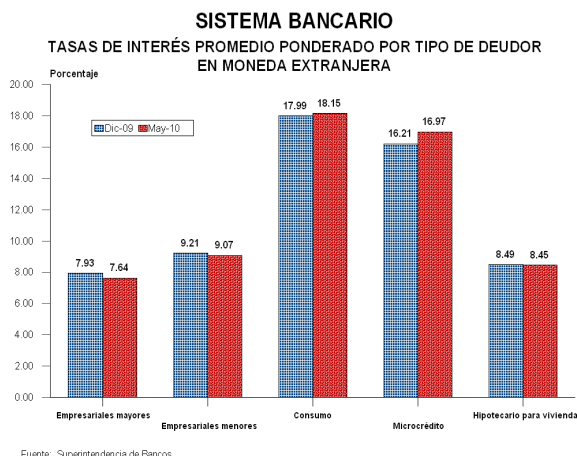
Según información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, de diciembre de 2009 a mayo de 2010 las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario aplicadas a la cartera de créditos por tipo de deudor registraron un comportamiento con una leve tendencia hacia la baja, excepto en los microcréditos, en donde se observa incremento. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.44% a 9.11%; la de empresariales menores disminuyó de 13.85% a 13.68%; la de los créditos para el consumo se redujo de 26.66% a 26.62%; y, la de créditos hipotecarios para vivienda pasó de 13.58% a 13.38%. Por otra parte, la de los microcréditos aumentó de 19.89% a 21.45%²¹.



²¹ Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a mayo de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 8.95%, la de los bancos medianos fue de 9.08% y la de los bancos pequeños fue de 12.17%. Por su parte, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 13.74%, por los bancos medianos fue de 13.63% y la de los bancos pequeños fue de 13.17%. En lo que respecta a la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes, fue de 16.53%, la tasa de los bancos medianos fue de 35.03% y la de los bancos pequeños se ubicó en 47.66%. La tasa aplicada al microcrédito fue de 17.22% por los bancos grandes, 25.17% por los bancos medianos; y, 33.74% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 14.19%, por los bancos medianos 12.00%, mientras que por los bancos pequeños de 12.30%.

ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de diciembre de 2009 a mayo de 2010, exhibieron una tendencia hacia la baja, con excepción de las tasas aplicadas a los microcréditos y a los créditos de consumo. En efecto, a mayo de 2010 la tasa de interés del crédito a deudores empresariales mayores se ubicó en 7.64% (7.93% a diciembre); la de créditos empresariales menores se situó en 9.07% (9.21% a diciembre); y, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda fue de 8.45% (8.49% a diciembre). Por otra parte, la tasa aplicada a los créditos para consumo y a los microcréditos aumentó al ubicarse, a mayo de 2010, en 18.15% (17.99% a diciembre) y en 16.97% (16.21% a diciembre), respectivamente²².



4. Actividad Económica

a) Producto interno bruto

Hacia finales de 2009, con la información disponible, se estimó una tasa de crecimiento económico del país para 2010 de entre 1.3% y 2.1%, en un contexto en el que, según reportes de distintos

²² Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a mayo de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes, fue de 7.45%, la de los bancos medianos fue de 8.14% y la de los bancos pequeños fue de 10.31%. La tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 8.63%; por los bancos medianos de 9.51% y la de los bancos pequeños de 10.73%. Por su parte, la tasa aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes, fue de 10.57%, por los bancos medianos fue de 21.94% y la de los bancos pequeños, fue de 25.55%. Por otro lado, la tasa aplicada al microcrédito fue de 12.76% por los bancos grandes, 27.08% por los bancos medianos; y, 12.31% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 8.49%, por los bancos medianos 8.39%, mientras que por los bancos pequeños 10.03%.

organismos internacionales, los indicadores macroeconómicos de las economías avanzadas venían dando indicios de alguna recuperación. En los últimos meses, los principales organismos internacionales indican que dicha recuperación se ha visto fortalecida y que las perspectivas actuales de crecimiento económico mundial son más optimistas que las proyectadas previamente.

En efecto, como se indicó, para el Fondo Monetario Internacional (FMI)²³ la recuperación empezó con más vigor del que se había previsto, aunque con un ritmo diferente en cada región.

Por su parte, el Banco Mundial (BM)²⁴ considera que lo peor de la crisis financiera ya pasó y que la recuperación económica global está en marcha, aunque indica que ésta será frágil. En el caso particular de América Latina y el Caribe, el BM indica que la región cuenta con bases macroeconómicas sólidas, lo que le ha permitido enfrentar de mejor manera la crisis. De hecho, indica que los riesgos han disminuido casi a los niveles anteriores a la crisis, en parte, por el restablecimiento de la confianza de los inversionistas.

Por otro lado, la Organización de las Naciones Unidas (ONU)²⁵, indica que la economía mundial se está recuperando, ya que en un número creciente de países el Producto Interno Bruto (PIB) empieza a registrar una tasa de crecimiento trimestral positiva, aunado al repunte observado en el comercio internacional, en la producción industrial global y en los mercados mundiales de valores. Sin embargo, aclara que tanto la recuperación como las condiciones para un crecimiento sostenido continúan siendo frágiles.

En la presente revisión del comportamiento estimado de la actividad económica nacional para 2010, se han analizado e incorporado tanto factores externos como internos.

En el orden externo, se consideraron los aspectos siguientes: a) las mejores perspectivas de recuperación del crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de algunos socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro); b) la consolidación de la reactivación del comercio mundial; c) el crecimiento de las exportaciones, de las importaciones y de la inversión extranjera directa; y, d) la recuperación del ingreso de divisas por remesas familiares.

En el orden interno, se consideraron los factores siguientes: a) el mantenimiento de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, esta última continuando con un moderado sesgo anticíclico; b)

²³ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2010.

²⁴ BM. Global Economic Prospects 2010, enero de 2010.

²⁵ ONU. Situación y Perspectivas de la Economía Mundial 2010, enero de 2010.



niveles de inflación moderados; c) un ritmo de crecimiento moderado del crédito al sector privado; d) la información reciente de asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas; y, e) los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial realizada recientemente por el Banco de Guatemala, que sugieren un mayor dinamismo para la actividad industrial.

En ese contexto, con la nueva información disponible, se estima que el crecimiento del PIB, en términos reales, se ubicaría entre 1.7% y 2.5%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.6% y a la estimación realizada en diciembre que apuntaba a un crecimiento de entre 1.3% y 2.1% para 2010.

Dentro de esa dimensión, a finales de mayo del presente año sucedieron dos fenómenos naturales que impactaron negativamente en la actividad económica del país, como lo fueron la tormenta tropical *Agatha* y la erupción del Volcán Pacaya. Al respecto, a solicitud del Gobierno de la República, una misión multidisciplinaria, liderada por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), realizó una evaluación de daños y pérdidas ocasionadas por dichos fenómenos, utilizando para ello la metodología contenida en el Manual para la Estimación de los Efectos Socioeconómicos de los Desastres Naturales, desarrollado por la referida institución.

La información del diagnóstico elaborado por la CEPAL señala que el efecto conjunto de ambos fenómenos en la economía del país ascendería a Q7,855.7 millones (equivalente a 2.6% del PIB nominal), de los cuales Q4,800.5 millones corresponden a daños y Q3,055.3 millones a pérdidas. Según el informe, del total de pérdidas y daños, alrededor del 20.0% (Q1,567.8 millones) correspondieron al sector social, que incluye vivienda, salud, educación y patrimonio cultural y deportes; el 13.1% (Q1,033.3 millones) a los sectores agropecuario, industria, comercio y turismo; el 36.1% (Q2,836.7 millones) a infraestructura, que comprende transporte, energía, agua y saneamiento; y, el 30.8% (Q2,417.9 millones) a medio ambiente, impacto sobre la mujer y gestión de riesgo.

De acuerdo con el manual en referencia, los efectos en los acervos computados como daños directos no se reflejarán en la inversión bruta del año,

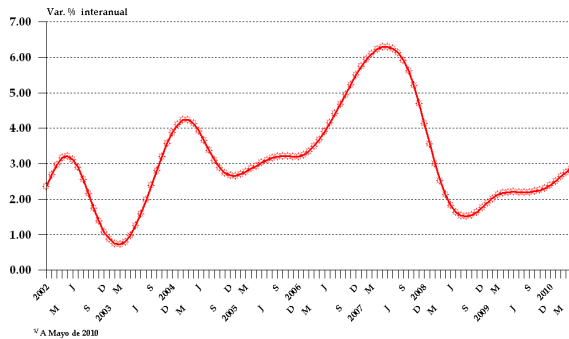
ya que se trata de la destrucción de activos preexistentes. A medida que se lleve a cabo el proceso de restauración de activos, y dependiendo de las disponibilidades de recursos y de la capacidad de construcción del país, habrá de elevarse la inversión bruta del año correspondiente. En ese sentido, se considera que los efectos positivos derivados del proceso de reconstrucción se reflejarían principalmente en el PIB de 2011.

En lo que respecta al valor de las pérdidas, según el referido informe, éstas impactarían en una reducción en el PIB de 2010 de 0.5 puntos porcentuales. Sin embargo, un dinamismo mayor al previsto de varios indicadores de corto plazo, aunado a proyecciones más optimistas del Fondo Monetario Internacional con relación a la economía mundial, podrían ser indicio de un crecimiento de la actividad económica mayor al estimado en mayo. De lo anterior se infiere que los impactos negativos de la erupción del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical *Agatha* podrían ser compensados por ese mayor dinamismo, aspecto que se determinará cuando se complete la encuesta a aproximadamente 1,200 empresas productivas.

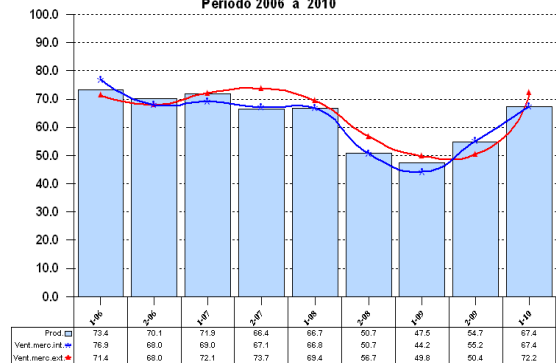
b) Índice Mensual de la Actividad Económica

Después de haber mostrado un comportamiento descendente durante el período julio de 2007 a septiembre de 2008, cuando alcanzó el punto mínimo (1.51%), el Índice Mensual de la Actividad Económica (variación interanual de la tendencia-ciclo) empezó a mostrar signos de recuperación hasta ubicarse en mayo de 2010 en 2.85%, porcentaje superior al observado en el mismo mes de 2009 (2.20%), resultado que es congruente con la evolución de los principales indicadores de corto plazo y con el mayor dinamismo previsto para la actividad económica nacional para el presente año.

IMAE
ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA
Índice Tendencia-Ciclo
BASE 2001 = 100.0
AÑOS: 2002 - 2010 ^V
(Variación interanual)



ÍNDICE DE EXPECTATIVAS EMPRESARIALES
Índices Semestrales de Producción, de Ventas al Mercado Interno y de Ventas al Mercado Externo
Periodo 2006 a 2010



Al mayo de 2010, las actividades que mostraron un comportamiento alcista en la tendencia-ciclo fueron: Industria manufacturera; Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Comercio al por mayor y al por menor; y, Administración pública y defensa; cuyas ponderaciones representan, en conjunto, el 61.87% de la composición del IMAE, mientras que las actividades que mostraron una disminución, pero continúan siendo positivas, fueron: Servicios privados, Intermediación financiera; y, Alquiler de vivienda; las cuales en conjunto suman el 34.21% de la estructura del IMAE

c) Encuesta de Opinión Empresarial

En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial llevada a cabo entre febrero y marzo, el 52.1% del total de empresarios encuestados manifestó que para el primer semestre de 2010 el volumen de producción aumentaría, el 30.6% que se mantendría igual y sólo el 17.3% que disminuiría. Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción²⁶, refleja que para el primer semestre de 2010, el nivel de producción aumentará respecto a lo estimado para el segundo semestre de 2009; asimismo, los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo reflejan un incremento, lo que confirmaría las expectativas de recuperación económica del país.

En lo relativo al comercio exterior, la tendencia decreciente mostrada por las exportaciones e importaciones de bienes durante el periodo enero-septiembre de 2009 se revirtió a partir del último trimestre de ese año. A mayo de 2010, las exportaciones y las importaciones, según cifras preliminares, registraron tasas de crecimiento de 17.7% y 21.6%, respectivamente, lo que denota el proceso de recuperación económica del país.

IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2010

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de junio de 2010

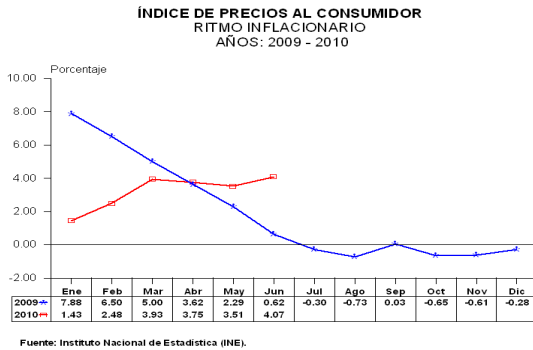
El Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 30 de junio de 2010 muestra que el ritmo inflacionario se situó en 4.07%, porcentaje por debajo de la meta para 2010 (5.0%), pero dentro del margen de tolerancia (+/- 1.0 punto porcentual).

El ritmo inflacionario mostró en los primeros tres meses del año una tendencia al alza (1.43%, en enero, 2.48% en febrero y 3.93% en marzo) explicada por el incremento en los precios internacionales de las materias primas y la sequía que afectó al país en 2009, la cual incidió en los precios de algunos vegetales y legumbres; adicionalmente, los ajustes en el precio del azúcar y de la tarifa de la energía eléctrica también explican esta evolución. En abril y mayo, el ritmo pasó a 3.75% y 3.51%, respectivamente; estas leves variaciones intermensuales negativas se asocian a la reducción por sobreoferta de precios en algunos vegetales y legumbres, como tomate y cebolla. En junio, como era de esperarse ante los efectos de la tormenta tropical *Agatha*, se generaron alzas de precios, principalmente de la división de *alimentos, bebidas y comidas fuera*

²⁶ Construido con base en el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará, menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá.

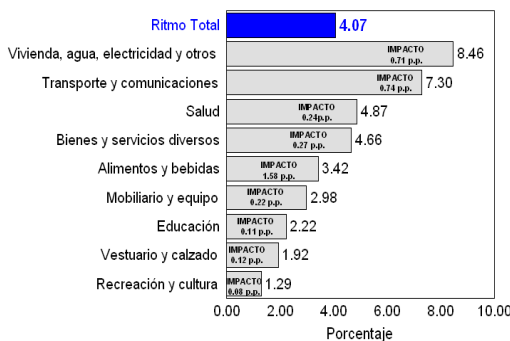
del hogar, que registró una variación de 1.12%, lo cual incidió en que la variación interanual del IPC se situara en 4.07%.

Como puede apreciarse, el comportamiento del IPC en el primer semestre de 2010 fue determinado principalmente por factores de oferta, en tanto que el componente inflacionario derivado de las presiones de demanda agregada ha sido moderado, como lo evidencia el comportamiento de la inflación subyacente.



A junio de 2010, las nueve divisiones de gasto que componen la estructura de gasto del IPC, registraron variaciones positivas, destacando las divisiones de Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, 8.46%; Transporte y comunicaciones, que registró un ritmo interanual de 7.30%; y, la división de Salud, con una variación interanual de 4.87%. Es importante indicar que la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, registró el mayor impacto en el ritmo inflacionario total, al ubicarse en 1.58 puntos porcentuales, seguida por la división de gasto Transporte y comunicaciones, con 0.74 puntos porcentuales.

**RITMO INFLACIONARIO
Y VARIACIÓN INTERANUAL POR DIVISIÓN DE GASTO
A JUNIO DE 2010**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

En lo que respecta a la división de gasto Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (ponderación 38.75%), ésta registró una variación interanual de 3.42%. En dicha división de gasto existen factores internos y externos que explican dicho comportamiento, resaltando el incremento en el precio del grupo de gasto Azúcar, conservas, mermeladas, jaleas, miel, siropes, chocolates y dulces, asociado al aumento en el precio medio del azúcar. Por su parte, las Hortalizas, legumbres y tubérculos, se incrementaron en parte derivado de los daños ocasionados en la agricultura por la Tormenta Tropical *Agatha*, la cual afectó al país a finales de mayo de 2010. En lo que se refiere al alza en las Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas, y el Pan y cereales, el alza está asociada al incremento en la tarifa del Servicio de electricidad y al aumento en el precio del Gas propano.

La división de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (ponderación 10.00%) registró una variación interanual de 8.46%, asociada al incremento del Servicio de electricidad, derivado del ajuste tarifario efectuado en febrero de 2010; al alza en el precio medio del Gas propano, como resultado del comportamiento del precio internacional del petróleo y de sus derivados; y, al aumento de los Alquileres reales de vivienda.

Por su parte, la división de gasto Transporte y comunicaciones (ponderación 10.92%), registró a junio de 2010 un incremento interanual de 7.30%. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio del Transporte aéreo y la Gasolina, asociado al alza en el precio internacional del petróleo.

La división de gasto Bienes y servicios diversos (ponderación 6.53%) registró a junio de 2010 un incremento interanual de 4.66%, destacando en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de los Artículos de joyería y otros personales.

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

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
A junio 2010

DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	Junio 2009	Junio 2010	RITMO INFLACIONARIO ^{1/}
-------------------	-----------------------	------------	------------	-----------------------------------

ÍNDICE GENERAL	100.00	180.95	188.31	4.07
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	215.77	223.15	3.42
2. Vestuario y calzado	7.94	137.27	139.91	1.92
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	152.84	165.77	8.46
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	165.38	170.31	2.98
5. Salud	5.48	162.31	170.21	4.87
6. Transporte y comunicaciones	10.92	168.05	180.32	7.30
7. Recreación y cultura	6.83	170.05	172.25	1.29
8. Educación	5.60	155.93	159.39	2.22
9. Bienes y servicios diversos	6.53	159.55	166.98	4.66

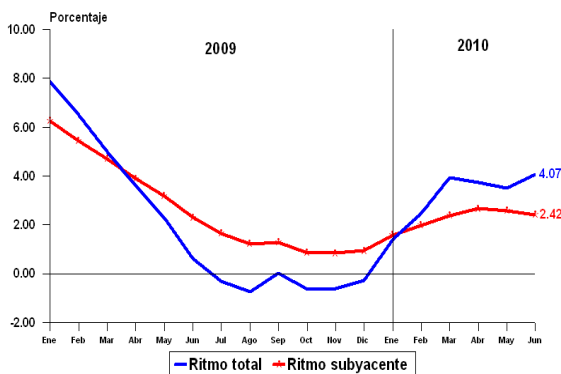
^{1/} Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

2. Inflación subyacente

La inflación subyacente²⁷ registró en junio de 2010 una variación interanual de 2.42%, inferior en 1.65 puntos porcentuales respecto del ritmo inflacionario total (4.07%). El hecho de que el incremento en la inflación subyacente sea moderado y menor que el de la inflación total implica que las presiones de demanda agregada estuvieron contenidas en el primer semestre del año.

RITMO INFLACIONARIO TOTAL Y RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE
AÑOS 2009 - 2010



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de Guatemala.

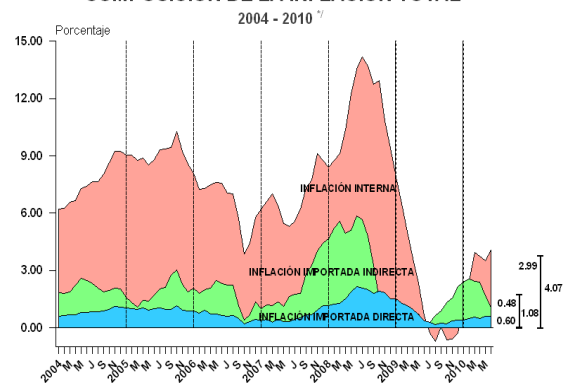
²⁷ El método utilizado para calcular la inflación subyacente en Guatemala excluye los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, con variaciones tanto positivas como negativas, que superen dos desviaciones estándar, y busca una aproximación al nivel de inflación que se atribuye a factores monetarios.

3. Inflación importada

Desde 2004 el comportamiento de la inflación importada ha respondido, principalmente, a las variaciones en el precio internacional del petróleo y de sus derivados, así como a cambios en el precio internacional de algunos cereales, especialmente del maíz y del trigo.

En junio de 2010, la inflación importada se ubicó en 1.08 puntos porcentuales, de los cuales 0.60 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 0.48 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta²⁸.

COMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL ^{1/}



^{1/} Incluye el impacto generado por el precio internacional del maíz y del trigo.

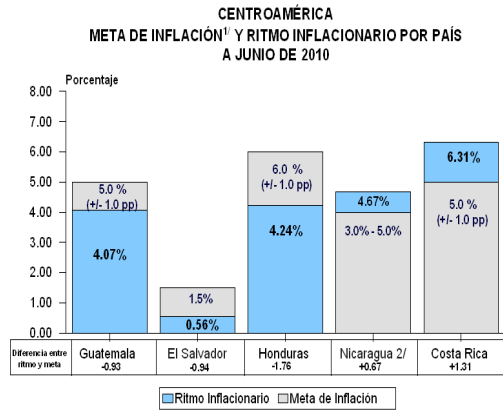
^{2/} Datos preliminares a junio de 2010.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de Guatemala.

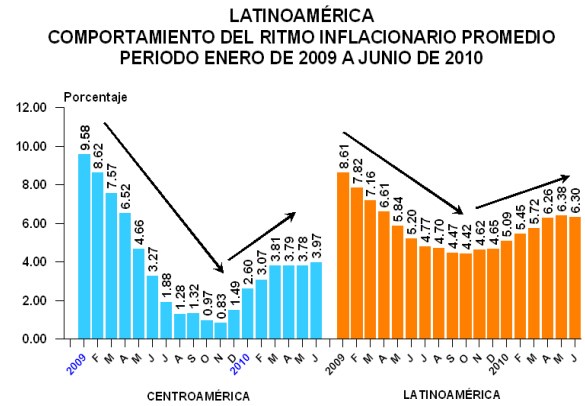
4. Inflación en otros países de la región

En los países de la región centroamericana, a excepción de Nicaragua y Costa Rica, el ritmo inflacionario observado a junio fue inferior a sus metas de inflación para 2010.

²⁸ **Inflación importada directa:** Inflación que incide en la estructura de costos de producción de 32 bienes y servicios que integran el Índice de Precios al Consumidor, como resultado de la evolución del precio internacional del petróleo y de sus derivados. **Inflación importada indirecta:** Inflación generada por los factores externos siguientes: inflación proveniente de los países socios comerciales; precio internacional del maíz; precio internacional del trigo; y, tipo de cambio nominal; así como, por el impacto que en el precio de algunos insumos tiene el precio internacional del petróleo y sus derivados.

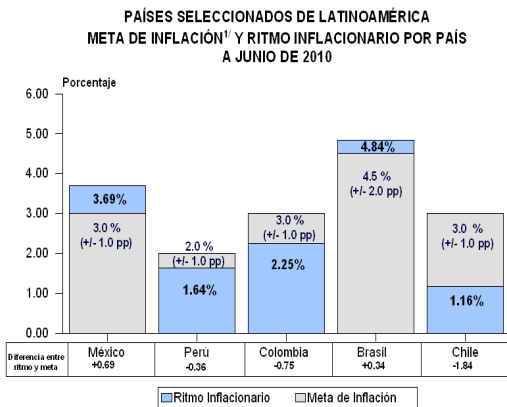


¹ Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. En los casos de El Salvador y de Nicaragua, corresponde a proyecciones de los respectivos bancos centrales.
² Datos a mayo de 2010.
pp = puntos porcentuales.



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

En cuanto a otros países latinoamericanos con esquemas de metas explícitas de inflación, se registraron ritmos inflacionarios por debajo de la meta establecida para el presente año; en Perú, 1.64%; Colombia, 2.25%; y, Chile, 1.16%.



¹ Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.
pp = puntos porcentuales.

A nivel de Centroamérica y de otros países de Latinoamérica, se registra un cambio de tendencia en el nivel de inflación. En el caso de Centroamérica, éste se evidencia a partir de diciembre de 2009, mientras que para el resto de países latinoamericanos, desde noviembre pasado.

B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010 Y PARA DICIEMBRE DE 2011

1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Con base en información observada a junio de 2010, y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, y considerando los efectos estimados de la tormenta tropical *Agatha*, se proyecta que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario subyacente se ubique en 4.76%, mientras que para finales de 2011 se proyecta un ritmo inflacionario subyacente de 4.60%. Para 2010 se ubica por debajo del valor central de la meta de inflación (5.0%), pero se ubica dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, sugiriendo una orientación de política moderadamente relajada; mientras que para 2011 se sitúa por debajo del valor central de dicha meta (5.0%), pero dentro del margen de tolerancia, sugiriendo una orientación de política moderadamente relajada.

2. Ritmo inflacionario total proyectado

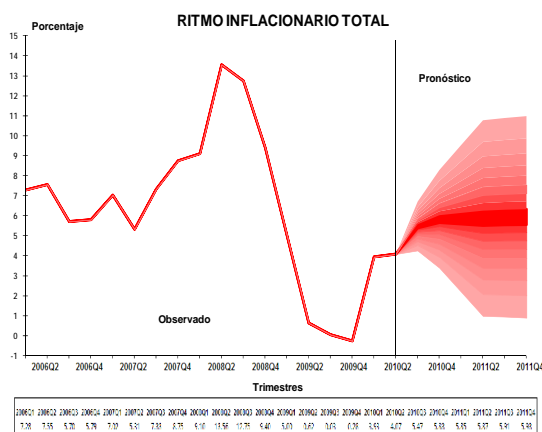
Las proyecciones para diciembre del presente año para el ritmo inflacionario total lo ubican en 5.88%, valor por encima del valor central de la meta de inflación (5.0%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, sugiriendo una orientación de política moderadamente restrictiva. Para finales de 2011 se proyecta un ritmo inflacionario total de 5.66%, valor que se sitúa por arriba del valor central de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, sugiriendo una orientación de política moderadamente restrictiva.

C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN 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 corrimiento mecánico de julio de 2010 y se presenta el balance de riesgos de dichos pronósticos.

1. Diagrama de abanico

El siguiente diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2010-2011, generado por el corrimiento mecánico del MMS en julio de 2010. 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 2010 es de 5.83%; mientras que para el cuarto trimestre de 2011 es de 5.93%.



La probabilidad asignada al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2010 y para 2011 sea mayor que su pronóstico puntual es de 50%. Esto implica que la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica.

2. Riesgos asociados a la proyección de inflación

El escenario base del pronóstico de inflación descrito con anterioridad, lleva implícito un margen de incertidumbre, debido a que existen diversos riesgos, muchos de los cuales no pueden ser identificados o

cuantificados con exactitud, que pueden afectar los valores proyectados en el horizonte de pronóstico.

En este sentido, los riesgos potenciales que se visualizan en el mediano plazo se encuentran relacionados con incrementos mayores de los previstos en los precios del petróleo y sus derivados, de otros commodities, de la electricidad, así como ajustes cambiarios significativos que pudieran producirse como consecuencia de reversiones inesperadas en los flujos de capitales. Cabe indicar que, de materializarse algunos de los factores anteriores, su efecto podría magnificarse, al afectar las expectativas de inflación de los agentes económicos. Como se indicó, la probabilidad de que tal situación se presente para el horizonte de pronóstico ilustrado es superior a 50%.

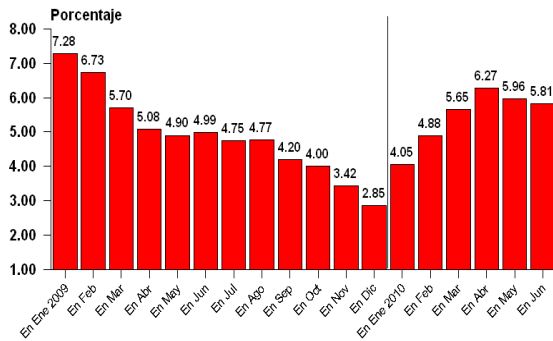
La probabilidad de que ocurra una situación opuesta a la descrita en el párrafo anterior es menor ya que con la función de densidad del pronóstico de inflación, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del rango meta para diciembre de 2010 y de 2011 es de 10.94% y 26.46%, respectivamente. Estas probabilidades se encuentran en función de lo que acontezca en el ámbito externo, principalmente en lo que respecta a la evolución de la situación financiera de algunos países europeos tales como Grecia y de su efecto en otros mercados de capitales, así como del efecto del retiro de los estímulos fiscales y monetarios adoptados por los países avanzados.

Por lo tanto, las decisiones de política monetaria adoptadas por la Junta Monetaria del Banco de Guatemala, deben ser adoptadas con el objeto de mantener la inflación dentro del rango meta establecido (5% +/- 1 punto porcentual), evaluando la trayectoria de las expectativas de inflación y analizando el comportamiento de variables que alerten sobre presiones inflacionarias inesperadas en los precios internos.

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en junio de 2010, en promedio los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se situará en 5.81%, porcentaje superior en 2.96 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2009 (2.85%) y dentro de la meta de inflación determinada para 2010 (5.0% +/- 1 punto porcentual), proveyendo una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva.

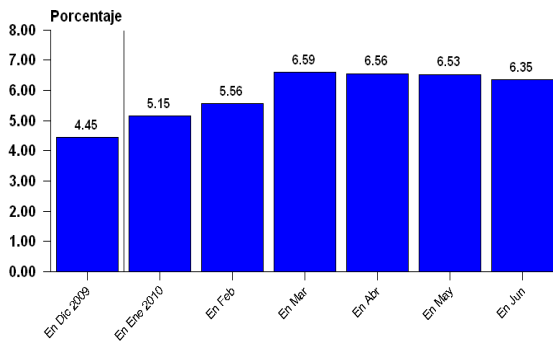
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010



FUENTE: Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados.

Con relación a las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados para diciembre de 2011, la encuesta efectuada en junio de 2010 estima un ritmo inflacionario de 6.35%, porcentaje superior en 1.90 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2009 (4.45%) y que se ubica por arriba de la meta de inflación establecida para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual), por lo cual provee una orientación de política monetaria restrictiva.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011



FUENTE: Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados.

E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS

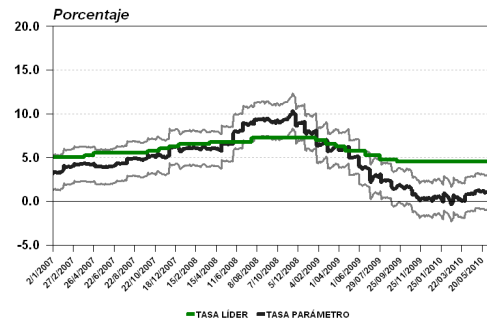
1. Tasa de interés parámetro

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 2010 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 30 de junio de 2010, la tasa de interés parámetro se situó en 0.63% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 2.61% y -1.35%, 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.

TASAS DE INTERÉS LÍDER Y PARÁMETRO ENERO 2007 - JUNIO 2010^{iv}



^{iv} Cifras al 30/06/2010

NOTA: Cálculos efectuados con inflación subyacente y con media desviación estándar.

El hecho de que la tasa de interés parámetro sea menor que la tasa de interés líder de política monetaria, en la fecha indicada, está determinado principalmente por el efecto de la inflación y del tipo de cambio nominal en la medición de la variable indicativa en cuestión. En cuanto al efecto de la inflación, este ajuste está influido por la inflación subyacente, en virtud de que ésta tiene un valor significativamente menor que la meta de inflación para fin de año. Tomando en consideración que la política monetaria tiene efectos rezagados sobre la inflación, la medición prospectiva del desvío inflacionario es más relevante que la medición contemporánea. Consecuentemente, el hecho de que el cómputo de la tasa parámetro utilice un criterio contemporáneo (en lugar de uno prospectivo) para la medición de la inflación tiene un efecto determinante en el resultado observado en dicha variable indicativa, la cual sugirió una orientación de política monetaria relajada desde mediados de 2009, por el marcado proceso de desaceleración que venía registrando la inflación subyacente.

Por otro lado, si bien es cierto que el ajuste por la variación del tipo de cambio nominal también contribuye a reducir el valor de la tasa de interés parámetro al 30 de junio de 2010, su efecto no es determinante en la orientación de política monetaria de dicha variable indicativa. En efecto, si se eliminara el componente cambiario del cómputo de la tasa

parámetro, daría igualmente una orientación relajada de la política monetaria²⁹.

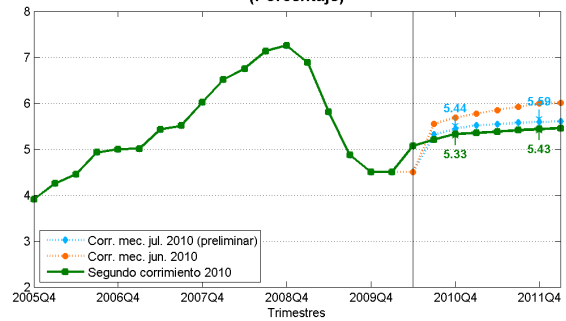
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

Los pronósticos de inflación derivados del MMS, como se indicó, son condicionales al comportamiento de las variables que integran el sistema de ecuaciones que conforman el modelo y, en particular, son función de los pronósticos de la tasa de interés de política monetaria que se derivan del mismo. Por lo tanto, el pronóstico de la tasa de interés de política monetaria prescrita por el MMS reviste suma importancia como indicador de la postura y de la orientación de la política monetaria.

En la gráfica siguiente se ilustra que la tasa de interés líder de política monetaria compatible con el pronóstico del MMS generado en el corrimiento mecánico de julio de 2010 (línea discontinua) presenta una tendencia al alza, pasando de un valor observado de 4.50% en el cuarto trimestre de 2009 a un valor de 5.44% en el cuarto trimestre de 2010 para luego continuar ascendiendo hasta alcanzar un valor de 5.59% a finales de 2011, siendo dichas tasas del corrimiento mecánico de julio de 2010 menores que las prescritas en el corrimiento mecánico de junio de 2010.

Cabe indicar que la tasa de interés líder vigente (4.50%) se encuentra dentro del margen de tolerancia de dos desviaciones estándar, pero por debajo del margen de tolerancia de una desviación estándar, ambos estimados alrededor de la tasa de interés de política monetaria prescrita por el MMS para el tercer trimestre de 2010, sugiriendo una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva

TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA
(Porcentaje)



	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
2010Q2	4.50	5.07	5.20	5.33	5.35	5.38	5.41	5.43	5.45
Julio 2010	4.50	4.50	5.31	5.44	5.51	5.54	5.57	5.59	5.60

F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

El seguimiento de las variables indicativas con un enfoque prospectivo se hace mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables.

El índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación³⁰, los diferentes pesos relativos asignados a cada variable. Al 31 de diciembre de 2009, el mayor porcentaje de las variables indicativas sugería un sesgo de política monetaria relajada o moderadamente relajada.

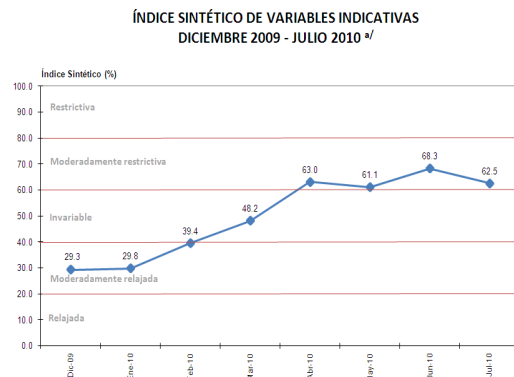
Para el 30 de junio de 2010, el 11.00% de dichas variables indica una orientación de política monetaria relajada, mientras que el 23.0% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente relajada; en tanto que el 29.0% sugiere una orientación de política restrictiva y el 37.0% una orientación de política moderadamente restrictiva.

²⁹ Desde el punto de vista conceptual, en la literatura especializada no hay un consenso respecto de la conveniencia de incluir un término de ajuste cambiario en la estimación de la regla de Taylor para el caso de una economía pequeña y abierta. Por su parte, en la literatura empírica para este tipo de economías se encuentran tanto estimaciones que incluyen el referido componente como aquéllas que lo excluyen.

³⁰ 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 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 para 2010.

ÍNDICE SINTÉTICO COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2009 (%)	AI 30/06/2010 (%)
Relajada	29.00	11.00
Moderadamente relajada	42.00	23.00
Invariable	12.00	0.00
Moderadamente restrictiva	17.00	37.00
Restrictiva	0.00	29.00
TOTAL	100.00	100.00

Complementariamente, se obtuvo un índice sintético que fluctúa entre 0 y 100: a mayor valor del índice sintético, la proporción de variables indicativas que sugiere restringir la política monetaria es mayor. En la siguiente gráfica se presenta la orientación global de dicho índice a junio de 2010.



*/ El cálculo del índice sintético incluye información al 30 de junio de 2010.

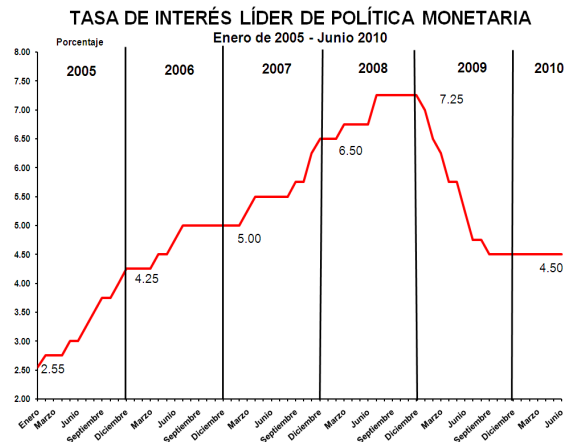
Como puede apreciarse, al 30 de junio de 2010, el índice sintético de las variables indicativas da una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva.

G. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER

Durante el período comprendido de enero a junio 2010, la Junta Monetaria, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y la orientación de las variables indicativas, con base en el análisis integral de la coyuntura interna y externa, decidió en las sesiones del 10 de febrero, del 24 de marzo, del 28 de abril y del 23 de junio, mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

Los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria en relación a la tasa de interés líder, en los primeros seis meses del año, fueron los siguientes: en el orden externo, las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial, la ligera mejoría en las principales economías (excepto en la Zona del Euro) y los indicadores de percepción de los Estados Unidos de América; en el orden interno, la Junta Monetaria consideró: que las exportaciones, las importaciones, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) y la recaudación tributaria continuaban reflejando señales de recuperación; que el comportamiento reciente de la inflación había sido resultado principalmente del impacto temporal de choques de oferta; y, que los pronósticos apuntaban a que la inflación para 2010 y 2011 se situaría dentro o cerca del margen de tolerancia de la meta establecida.

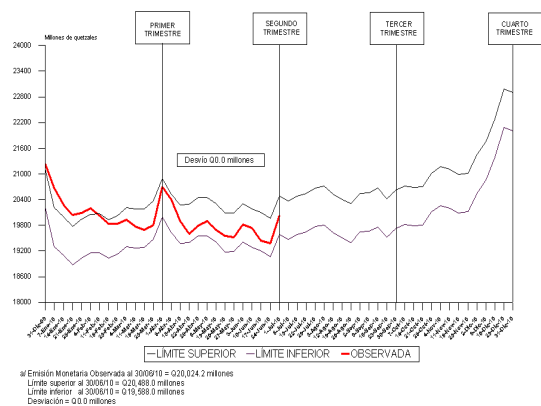
Adicionalmente, la Junta Monetaria consideró que la política monetaria debe reaccionar a los choques de oferta inflacionarios y desinflacionarios que se han registrado, así como a los que se deriven de la tormenta tropical *Agatha*, cuando haya evidencia de que sus efectos están contaminando las expectativas inflacionarias.



Cabe señalar que el mayor apetito por riesgo afecta el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la medida que reducciones de la tasa de interés líder sean compensadas, total o parcialmente, por la colocación de créditos más riesgosos que presionan al alza las tasas de interés. En efecto, para Guatemala, la correlación entre la tasa de interés líder y la tasa de interés activa del sistema bancario, evidencia un valor positivo de 53.6% (período de enero de 2009 a junio de 2010). La correlación fue más significativa para los bancos grandes (72.6%), lo cual obedece a que existe una mayor concentración de la cartera crediticia en el sector de la banca empresarial y al peso que tienen en su portafolio las inversiones en instrumentos financieros del Banco Central (38.1% al 31 de mayo de 2010).

Por su parte, las tasas de interés activas de los bancos medianos y pequeños evidencian una correlación negativa con la tasa de interés líder de -21.5% y -14.3%, respectivamente, lo que se asocia al mayor nivel de riesgo que han asumido, principalmente en el otorgamiento de créditos al consumo que, como se mencionó, debilita el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

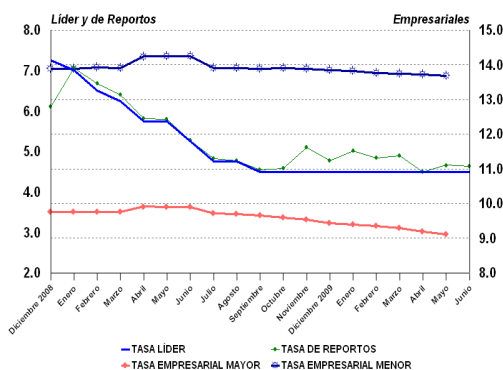
EMISIÓN MONETARIA PROGRAMADA Y OBSERVADA
AÑO 2010¹¹



El comportamiento de la emisión monetaria por arriba de sus valores estimados durante enero y la primera semana de febrero respondió, fundamentalmente, a factores de demanda. En efecto, la mayor demanda de dinero por motivo transacción que se observó al finalizar 2009 se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez³¹ se ubicó al 31 de diciembre del referido año en 0.1884, ligeramente superior al coeficiente estimado para esa fecha (0.1824), en tanto que durante enero y la primera semana de febrero, dicho coeficiente empezó a mostrar un comportamiento más cercano a sus valores estimados. Cabe indicar que el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó al finalizar junio en 0.1696, similar al estimado para esa fecha (0.1698). En todo caso, la desviación observada en las primeras semanas del año de la emisión monetaria por encima de su corredor estimado fue poco significativa, de manera que el comportamiento de la emisión monetaria en el primer semestre ha sido básicamente compatible con la estimación de crecimiento económico para 2010 y con la meta de inflación para dicho año.

En lo que concierne a los factores de oferta, en el período del 31 de diciembre de 2009 al 30 de junio de 2010, dentro de los principales factores monetizantes destaca el nivel de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala (neto de operaciones de deuda pública externa), el cual se redujo en Q114.2 millones. En lo atinente a los principales factores desmonetizantes se encuentra el aumento en las operaciones de estabilización monetaria por Q1,556.5 millones y el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario total por Q1,169.9 millones.

TASAS DE INTERÉS
LÍDER, DE REPORTOS Y EMPRESARIALES¹¹
DICIEMBRE 2008 - JUNIO 2010



¹¹ Corresponde a la tasa de interés, promedio ponderado, por tipo de deudor del sistema bancario.

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

1. Emisión monetaria

Durante el período enero-junio de 2010, la trayectoria de la emisión monetaria mostró, en general, un comportamiento consistente con el corredor estimado para dicha variable. No obstante que durante enero y la primera semana de febrero la emisión monetaria se ubicó, en promedio, Q264.9 millones por arriba del corredor estimado, desde la segunda semana de febrero hasta el 30 de junio del año en curso la misma se mantuvo dentro de los límites establecidos en el referido corredor.

³¹ Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias totales.

Conforme al programa monetario, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 8.7% a finales de 2010, respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2009, compatible con la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual) y con la tasa de crecimiento estimada de la actividad económica.

2. Base monetaria amplia

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. La racionalidad de este concepto radica en que estas operaciones de estabilización monetaria pueden, potencialmente, en el muy corto plazo permitir una expansión en el crédito al sector privado o al sector público e incidir en el tamaño de la oferta monetaria del país. Cabe destacar que las operaciones de estabilización monetaria colocadas a plazos mayores tienen relativamente menos relevancia para efectos de análisis de la creación secundaria de dinero y, por lo tanto, de liquidez en la economía.

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

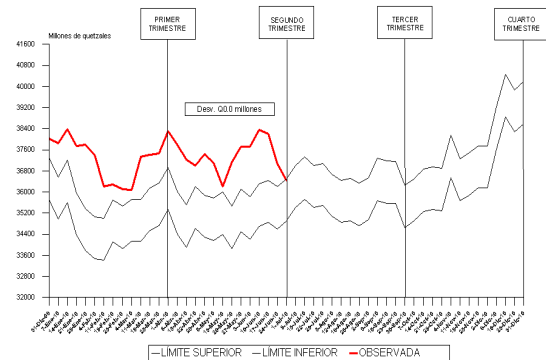
Al 31 de diciembre de 2009 ya registraba un desvío de alrededor de Q730.0 millones, el cual se asocia, principalmente, a excedentes de liquidez en moneda nacional que se mantuvieron en 2009 y que tuvieron su origen en dos variables: el retiro de depósitos en el Banco de Guatemala por parte del Gobierno Central; y, las mayores inversiones de los bancos del sistema en depósitos a plazos menores de 91 días en el Banco de Guatemala.

Entre enero y junio de 2010, si bien la base monetaria amplia registró un desvío promedio de alrededor de Q1,350.0 millones, destaca la desmonetización que se observó derivada del incremento en las operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de 91 días, congruente con lo previsto para este año; sin embargo, el anterior efecto desmonetizante fue compensado por la monetización derivada del mayor uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y por el aumento de las reservas monetarias internacionales netas (ambos ajustados por operaciones de deuda pública externa), respecto de los valores programados. Al 30 de junio de 2010, la base monetaria amplia se ubicó dentro del corredor estimado, como resultado de la reducción causada por las inversiones en Bonos del

Tesoro realizadas por los bancos del sistema en las últimas semanas de junio³².

Para finales de 2010, se prevé que la base monetaria amplia crezca 8.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2009, lo que representaría un aumento de Q2,908.2 millones.

BASE MONETARIA AMPLIA PROGRAMADA Y OBSERVADA
AÑO 2010^{al}



^{al} Base Monetaria Estimada al 30/06/10 = Q36,446.4 millones
Límite superior al 30/06/10 = Q36,892.2 millones
Límite inferior al 30/06/10 = Q34,892.2 millones
Desviación = Q1,000 millones

3. Medios de pago

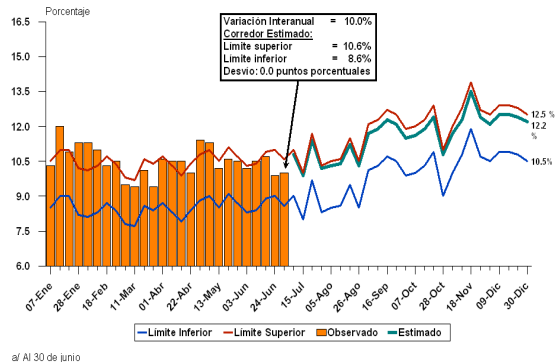
Se estima que para finales de 2010 los medios de pago (M2) crecerán entre 10.5% y 12.5% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 30 de junio de 2010, la variación interanual de los medios de pago fue de 10.0%, la cual se ubicó dentro del margen de tolerancia estimado para esa fecha (8.6% - 10.6%).

Al 30 de junio de 2010, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año es de 12.2%, la cual se ubica dentro del rango estimado para diciembre de 2010 (10.5% - 12.5%).

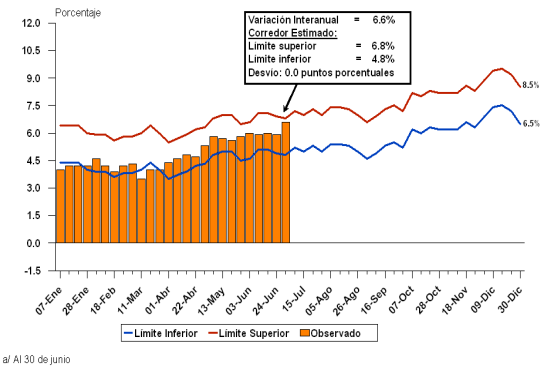
En general, el comportamiento de los medios de pago totales en el primer semestre del año es consistente con el pronóstico de crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación. El desvío observado en el primer semestre del año es poco significativo y no permite apreciar un crecimiento excesivo en el volumen agregado de dinero en la economía.

³² Al respecto, dicha reducción en la base monetaria amplia podría ser temporal, dado que en la medida en la que el gobierno central comience a utilizar los recursos captados, éstos se trasladarán a los bancos del sistema, lo que a su vez tenderá generar un incremento en el encaje bancario y en las inversiones en depósitos del Banco de Guatemala a plazos menores de 91 días.

**MEDIOS DE PAGO TOTALES (M/N + M/E)
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMETRICA
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 ^{a/}**



**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N)
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMETRICA
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 ^{a/}**

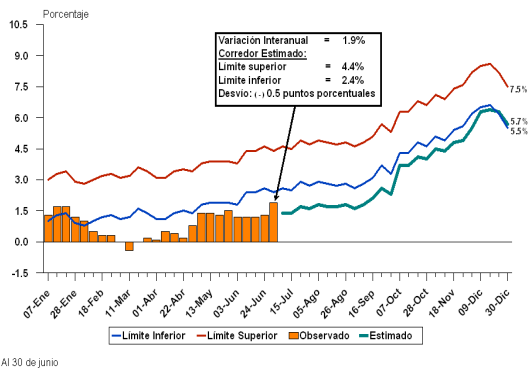


4. Crédito bancario al sector privado

Al 30 de junio de 2010, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 1.9%, ubicándose 0.5 puntos porcentuales por debajo del rango estimado para esa fecha (2.4% - 4.4%).

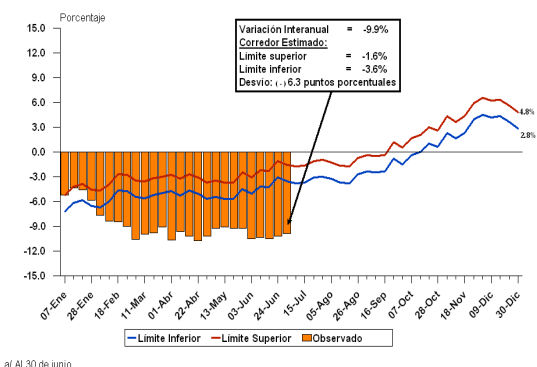
A dicha fecha, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 5.7%, la cual se ubica dentro del rango estimado para diciembre de 2010 (5.5% - 7.5%).

**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N + M/E)
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMETRICA
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 ^{a/}**



El crédito bancario al sector privado detuvo su tendencia a la desaceleración a partir de la segunda semana de marzo. En moneda nacional ha mostrado, desde esa fecha, un comportamiento más dinámico, registrando al 30 de junio un crecimiento interanual de 6.6%, el cual se ubica dentro del corredor estimado en esa moneda; mientras que el crédito bancario al sector privado en moneda extranjera registró a la misma fecha una variación interanual de (-9.9%), por debajo del límite inferior del corredor estimado en esa moneda, deteniendo la desaceleración que evidenciaba hasta mediados de marzo.

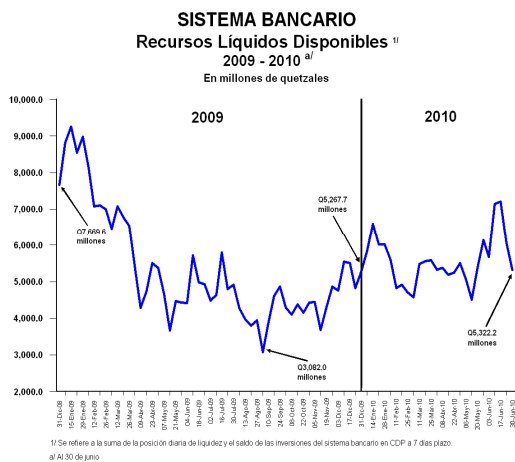
**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/E)
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMETRICA
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 ^{a/}**



En el comportamiento del crédito bancario al sector privado se considera que han incidido fundamentalmente factores de demanda. En alguna medida, la reducción en la demanda de crédito, sobre todo en moneda extranjera, parece haber sido influida por el acceso de algunos prestatarios a recursos de capital provenientes del exterior, ya sea por repatriación de capitales o por acceso directo a créditos en el exterior.

Por el lado de la oferta también hay algunos factores que habrían contribuido al comportamiento del crédito al sector privado. Entre ellos, destaca el hecho de que los bancos del sistema han sido más estrictos en sus análisis de crédito, debido a que la normativa que regula la exposición a los riesgos, aplicable a Bancos y Sociedades Financieras, es más rigurosa. Sin embargo, la aversión al riesgo del sistema bancario a partir de marzo del presente año ha disminuido marginalmente. Por otra parte, la liquidez de los bancos del sistema, reflejada en el monto de recursos líquidos (prestables) con que

cuenta el sistema bancario, se mantiene en niveles históricamente altos.



I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

1. Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2009 y el 30 de junio de 2010, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró una disminución de Q384.4 millones, al pasar de Q5,546.3 millones a Q5,161.9 millones. Por su parte, el saldo de las OEM con vencimientos superiores a 7 días registró un incremento de Q1,941.1 millones, determinado, fundamentalmente, por las inversiones del sistema bancario al plazo de 2912 días (8 años).

Con relación al citado cambio en la composición de las OEM, cabe 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 una reducción importante en los flujos provenientes del exterior por concepto de líneas de crédito. En la medida en que dicha situación ha variado, los bancos del sistema empezaron a redistribuir su liquidez, reduciendo sus inversiones a 7 días y aumentando las de plazos más largos.

Entre el 4 de enero y el 5 de abril, el Banco de Guatemala realizó licitaciones de DP a los plazos de 3, de 5 y de 8 años, sin cupos preestablecidos, pago de intereses en forma semestral y tasas de interés determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas.

2. Por fecha de vencimiento

Con el propósito de reducir la segmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y fortalecimiento del mercado

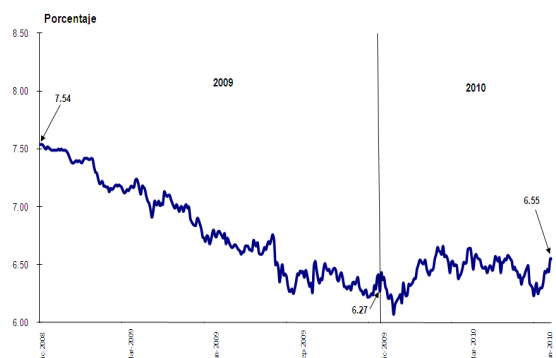
secundario y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de DP, se continuó con las licitaciones de DP por fecha de vencimiento por medio de la bolsa de valores, los lunes de cada semana, adjudicando las posturas por precio y con valores nominales estandarizados de Q100.0 miles, de Q1.0 millones y de Q10.0 millones.

En cuanto a las fechas de vencimiento, para las licitaciones realizadas entre el 4 de enero y el 22 de febrero de 2010, se establecieron las siguientes: 8 de marzo, 7 de junio, 6 de septiembre y 6 de diciembre de 2010 y 7 de marzo de 2011. Para las licitaciones realizadas a partir del 1 de marzo, la fecha de vencimiento 8 de marzo de 2010 fue sustituida por la del 7 de marzo de 2011 y a partir del 31 de mayo la fecha de vencimiento 7 de junio de 2010 fue sustituida por la del 6 de junio del 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. Los precios de adjudicación fueron determinados de acuerdo a las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron.

El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2009 al 30 de junio de 2010 mostró un comportamiento ascendente, al pasar de 6.27% a 6.55%, como resultado, principalmente, del aumento de las colocaciones de DP a largo plazo, especialmente a 2912 días (8 años).

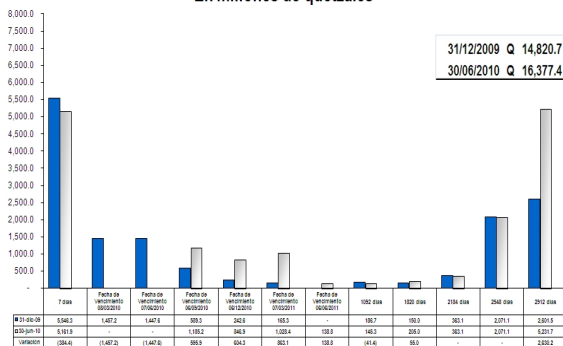
COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
DICIEMBRE 2008 - JUNIO 2010



3. Estructura y perfil del saldo

El saldo total de OEM registró una disminución de Q1,556.7 millones, al pasar de Q14,820.7 millones al 31 de diciembre de 2009 a Q16,377.4 millones al 30 de junio de 2010. En la gráfica siguiente se muestra una comparación de los saldos de las OEM entre el 31 de diciembre de 2009 y el 30 de junio de 2010, así como los diferentes plazos de colocación y fechas de vencimiento.

SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA AL 31/12/2009 Y AL 30/06/2010
En millones de quetzales



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.

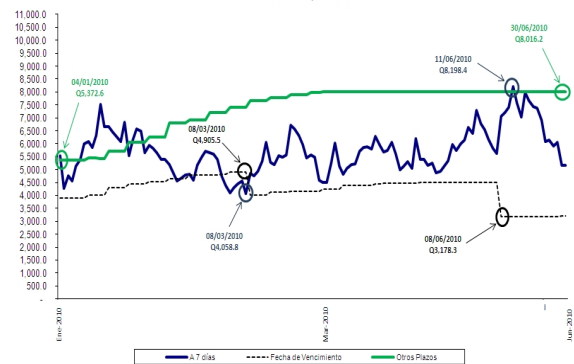
Durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron el 11 de junio de 2010 un saldo máximo de Q8,198.4 millones (42.3% del total) y el 8 de marzo de 2010 un mínimo de Q4,058.8 millones (24.8% del total).

Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron el 8 marzo de 2010 un saldo máximo de Q4,905.5 millones (30.0% del total) y el 8 de junio de 2010 un saldo mínimo de Q3,178.3 millones (17.4% del total).

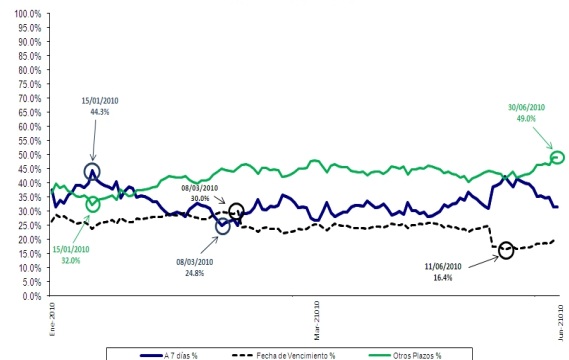
En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron el 30 de junio de 2010 un saldo máximo de Q8,016.2 millones (49.0% del total) y el 4 de enero de 2010 un saldo mínimo de Q5,372.6 millones (36.3% del total).

El saldo de las OEM al 30 de junio de 2010 ascendió a Q16,377.4 millones, del cual Q5,161.9 millones (31.5%) correspondió al plazo de 7 días, Q3,199.3 millones (19.5%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q8,016.2 millones (49.0%) a otros plazos.

OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA SALDOS DIARIOS POR PLAZO ENERO - JUNIO 2010
-En millones de quetzales-



OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EVOLUCIÓN DE ESTRUCTURA PORCENTUAL SALDOS DIARIOS POR PLAZO ENERO - JUNIO 2010



Durante el periodo enero a junio de 2010 no se realizaron operaciones de inyección de liquidez, por lo que no existen operaciones vigentes a la fecha.

J. TERCERA REVISIÓN DEL ACUERDO STAND-BY CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Fondo Monetario Internacional concluyó el 16 de junio de 2010 la tercera revisión del programa económico de Guatemala en el marco de un Acuerdo *Stand-By*, señalando que:

- § Se cumplieron todos los criterios cuantitativos de desempeño y las metas estructurales contenidos en el referido acuerdo y la inflación permaneció dentro de la banda fijada en el programa.
- § La recuperación de la economía guatemalteca está afianzándose y las firmes medidas de política económica tomadas por las autoridades en respuesta a la crisis, respaldadas por el



Acuerdo *Stand-By*, han brindado una base sólida para la recuperación, lo que permite proyectar un crecimiento económico mayor del 2.0% para 2010.

- § La orientación de la política monetaria sigue siendo adecuada.
- § Las reservas internacionales netas están aumentando.
- § El quetzal se ha mantenido estable y el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio flexible sigue siendo esencial para absorber choques y consolidar el régimen de metas de inflación.
- § El sistema financiero permanece sólido.
- § Posiblemente sea necesario revisar el plan de gastos de 2010, una vez que se cuente con una evaluación más concreta de los daños causados por la tormenta tropical *Agatha*.
- § Los riesgos que pesan sobre las perspectivas económicas han seguido disminuyendo y están relacionados principalmente con una recuperación más lenta de los Estados Unidos de América y con un fuerte aumento de los precios del petróleo.