

**BANCO DE GUATEMALA  
DICTAMEN CT-1/2010**



**INFORME DE  
POLÍTICA MONETARIA  
A ABRIL 2010**

**GUATEMALA, MAYO DE 2010**



**ÍNDICE**  
**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2010**

I.	INTRODUCCIÓN	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
II.	LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL	4
A.	ECONOMÍA GLOBAL	4
1.	La economía mundial en el primer cuatrimestre de 2010	4
a)	Crecimiento económico y principales indicadores	4
b)	Economías avanzadas	6
c)	Economías de mercados emergentes y en desarrollo	9
B.	MERCADOS FINANCIEROS	11
C.	PRECIOS INTERNACIONALES DE BIENES	13
D.	INFLACIÓN	14
III.	LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNA	18
A.	PRODUCTO INTERNO BRUTO	18
B.	ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMAE)	19
C.	ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL	19
IV.	EL MERCADO FINANCIERO	19
A.	DINERO	19
1.	Emisión monetaria	19
2.	Base monetaria amplia	20
3.	Captaciones totales	21
4.	Medios de pago	21
5.	Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM)	22
a)	Por plazo	22
b)	Por fecha de vencimiento	22
B.	CRÉDITO	23
1.	Crédito bancario al sector privado	23
2.	Cartera crediticia por tipo de deudor	25
a)	En moneda nacional	25
b)	En moneda extranjera	26

C.	TASAS DE INTERÉS	26
1.	Tasas de interés del sistema bancario	26
a)	En moneda nacional	26
b)	En moneda extranjera	27
2.	Tasas de interés por tipo de deudor	27
a)	En moneda nacional	28
b)	En moneda extranjera	28
3.	Tasa de interés líder de la política monetaria	28
4.	Tasa de interés parámetro	29
D.	COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO	31
V.	SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS	32
A.	ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL GOBIERNO CENTRAL	33
VI.	LA INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE	34
A.	RITMO INFLACIONARIO TOTAL	34
B.	INFLACIÓN SUBYACENTE	35
C.	INFLACIÓN IMPORTADA	36
D.	INFLACIÓN EN OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN	36
VII.	LOS PRONÓSTICOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	36
A.	RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE PROYECTADO Y RITMO INFLACIONARIO TOTAL PROYECTADO	36
B.	PRONÓSTICO DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	37
1.	Diagrama de abanico	37
2.	Riesgos asociados a la proyección de inflación	37
C.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	37
D.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	38
VIII.	TERCERA REVISIÓN DEL ACUERDO <i>STAND-BY</i> CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	39
IX.	AVANCES EN LOS AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	39
X.	MEDIDAS DE REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL	39
	ANEXOS	43
	ANEXO 1 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA	44
	ANEXO 2 LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2010	47
	ANEXO 3 BALANZA COMERCIAL A MARZO DE 2010	51
	ANEXO 4 ANÁLISIS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	56

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2010

## I. INTRODUCCIÓN

### A. MARCO GENERAL

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.

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

### B. SÍNTESIS EVALUATIVA

#### 1. Entorno externo

El escenario internacional, durante el primer cuatrimestre de 2010 es ligeramente más optimista que el esperado a finales de diciembre de 2009 y está caracterizado por una mejoría en las proyecciones de crecimiento económico de las principales economías (excepto en la Zona del Euro, asociado a la incertidumbre generada por los problemas fiscales de algunas de sus economías); por un cierto grado de recuperación económica en América Latina; y, por un mayor nivel de confianza en los mercados financieros internacionales. Ello sin dejar de tomar en cuenta que existe incertidumbre acerca de los efectos en los mercados, 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 internacionales; no obstante, 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 lo anterior, 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.

El comercio internacional, luego de la drástica caída registrada en 2009, comienza a mostrar una tendencia mucho más favorable, al registrar a febrero de 2010, según la Oficina de Análisis Económico de Holanda, un incremento en términos de volumen de 15.5%, lo que significa una mejora sustancial, luego de haber presentado una caída de casi 20.0% a febrero de 2009.

Por su parte, los precios internacionales del petróleo y de sus derivados han mostrado un leve ascenso en el transcurso de 2010 (su tendencia ha sido, en general, creciente a partir de marzo de 2009) asociada, entre otros factores, a la paulatina recuperación de la actividad económica mundial; mientras que los precios internacionales del maíz y del trigo han permanecido relativamente estables.

Los mercados financieros internacionales en el transcurso del primer cuatrimestre de 2010, en términos generales, muestran una evolución favorable, que se refleja en un proceso de recuperación de los principales mercados de valores en el mundo. Los márgenes que reflejan la percepción del riesgo de crédito (por ejemplo, el *TED Spread*<sup>1</sup>) que se ampliaron significativamente en el último trimestre de 2008, comenzaron a reducirse durante 2009 y alcanzaron niveles históricamente bajos en el primer cuatrimestre de 2010. En adición, los principales índices accionarios muestran una recuperación sustancial a partir del segundo trimestre de 2009, aunque los eventos derivados de la crisis fiscal en Europa han afectado su comportamiento reciente.

Con relación a los mercados cambiarios, en el período bajo análisis, uno de los hechos más

---

<sup>1</sup> El *TED Spread* es la diferencia aritmética entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (*LIBOR* a 3 meses) y de las letras del Tesoro de los Estados Unidos de América al mismo plazo.



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 este 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. Asimismo, las expectativas inflacionarias en las economías desarrolladas y de América Latina comienzan a evidenciar un aumento para el 2010 y mantienen una tendencia al alza.

Derivado de que el proceso de recuperación económica aún es débil, principalmente en las economías avanzadas y que las presiones inflacionarias aún son moderadas, la mayoría de bancos centrales han decidido mantener sin cambios sus tasas de interés de política monetaria (en algunos casos cercanos a cero). Los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas de inflación, que en 2009 habían reducido de manera importante sus tasas de referencia, en el primer cuatrimestre de 2010, excepto Brasil y Perú que ya las han comenzado a subir, las han mantenido estables. Sin embargo, los mercados anticipan incrementos, principalmente a partir del segundo trimestre de 2010, en virtud que podrían surgir algunas presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, derivadas del referido proceso de recuperación. De acuerdo con las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>2</sup>, se prevé que América Latina muestre una tasa de crecimiento económico de 4.0% en 2010 (-1.8% en 2009) y que la economía de los Estados Unidos de América crezca 3.1% en 2010 (-2.4% en 2009).

## 2. 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 marzo de 2010 una variación interanual de 2.5%, porcentaje superior al observado en el mismo mes de 2009 (1.9%). A nivel de componentes del IMAE, las actividades que muestran un comportamiento alcista en la tendencia ciclo son: servicios privados, agricultura y comercio; mientras que las actividades industriales y financieras, 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 se revirtió a partir del último trimestre de 2009. A marzo de 2010, las exportaciones y las importaciones, según cifras preliminares registraron tasas de crecimiento de 17.9% y 16.1%, respectivamente, lo que denota el proceso de recuperación económica no sólo de país, sino también de los principales socios comerciales.

Las finanzas públicas continuaron experimentando retos importantes durante el primer cuatrimestre del año. Si bien los ingresos tributarios registraron a abril un crecimiento interanual de 9.4%, reflejando en general una actividad económica más dinámica y particularmente la recuperación de las importaciones, prevaleció la incertidumbre en cuanto al financiamiento del déficit fiscal, lo que obligó al gobierno central a realizar ajustes en las asignaciones presupuestarias (contenidos en Acuerdo Gubernativo Número 356-2009). Lo anterior se reflejó en una desaceleración en el ritmo de crecimiento del gasto público en los meses recientes, ya que luego de registrar un crecimiento de 20.1% a febrero, pasó a 14.2% a marzo y a únicamente 4.4% a abril, lo que, combinado con la recuperación observada en los

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril de 2010.



ingresos se tradujo en un déficit fiscal equivalente a 0.2% del PIB, menor al registrado en igual período de 2009. En virtud de la aprobación reciente por parte del Congreso de la República de los bonos del tesoro por Q4,500.0 millones, la orientación moderadamente anticíclica de la política fiscal para lo que resta del año dependerá del ritmo de colocación de los referidos bonos y de la ejecución presupuestaria, de que se concreten las fuentes de financiamiento provenientes de los préstamos externos y de que los ingresos tributarios continúen evolucionando favorablemente.

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%.

La inflación comenzó a registrar un ritmo más dinámico de crecimiento, pasando de -0.28% en diciembre de 2009 a 3.75% en abril de 2010, derivado fundamentalmente de choques externos (incremento en el precio del petróleo y derivados; incremento en el precio del azúcar) e internos (sequía por la que atravesó el país en 2009) que habrían tenido incidencia en los precios de varios bienes y servicios de la canasta básica, como las gasolinas, el gas propano, la energía eléctrica, el azúcar y algunos vegetales y legumbres. 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 cuatrimestre. No obstante, el balance de riesgos registró un cambio importante en cuanto a los pronósticos y expectativas de inflación, los cuales aumentaron y apuntan a que la inflación para finales de año se ubique más cercana a la parte alta 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 como

resultado de la reducción de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, situación que se denota también 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, en general, se han efectuado ante la activación de la regla y únicamente en una ocasión utilizando la facultad discrecional.

En síntesis, la ejecución de la política monetaria durante el primer cuatrimestre 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 la política fiscal por la no aprobación del presupuesto, exigen una postura firme y 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 cuatrimestre de 2010, decidió mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder.

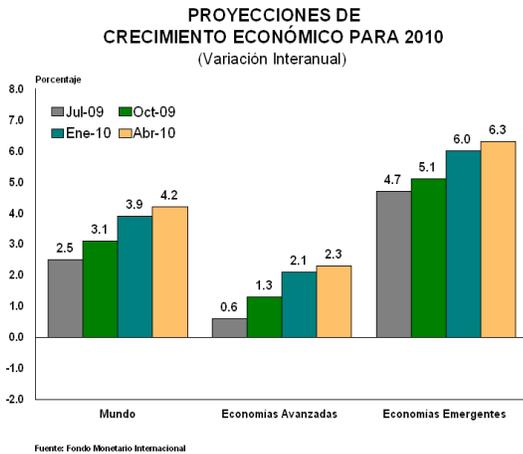
## II. LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

### A. ECONOMÍA GLOBAL

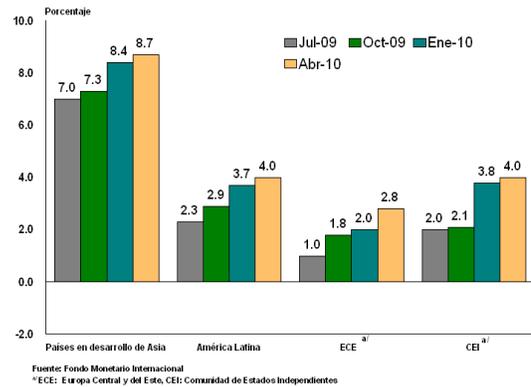
#### 1. La economía mundial en el primer cuatrimestre de 2010

##### 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 recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>3</sup>, se prevé un crecimiento de 4.2% para la economía mundial en 2010, que contrasta con la desaceleración de 0.6% prevista para 2009.

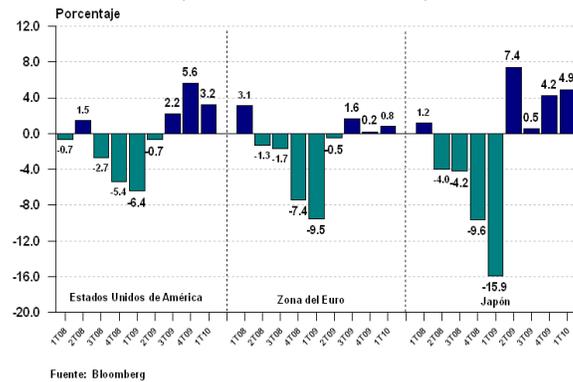


**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010**  
(Variación Interanual)

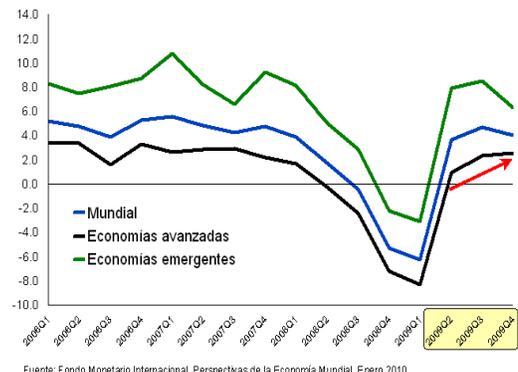


A partir del tercer trimestre de 2009, en la mayor parte de países, tanto industrializados como en desarrollo, se observaron tasas de crecimiento positivas y en algunos más de dos trimestres consecutivos de crecimiento.

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



**CRECIMIENTO ECONÓMICO**  
Variación intertrimestral

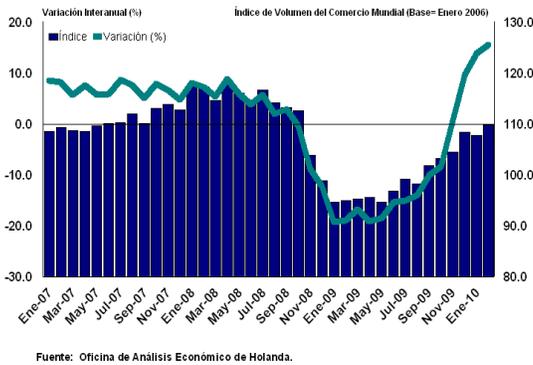


<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril de 2010.

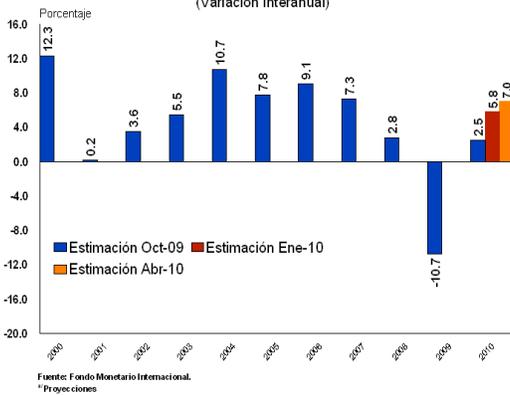
El crecimiento de las exportaciones mundiales en términos de volumen, así como algunos indicadores adelantados de la actividad económica reflejan la expansión durante el primer trimestre de 2010.

En efecto, según la Oficina de Análisis Económico de Holanda, el volumen de comercio mundial registró a febrero de 2010 un incremento interanual de 15.5%, luego de haber presentado variaciones negativas en 2009. Las últimas estimaciones apuntan que, para finales de 2010, el comercio mundial aumentará en torno al 7.0%.

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

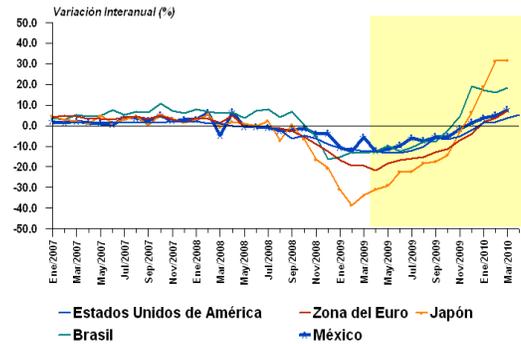


**VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL**  
Años 2000-2010  
(Variación Interanual)



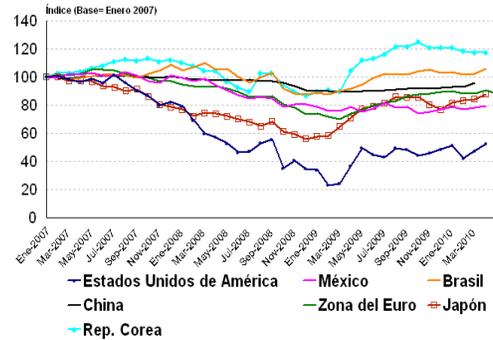
También mejoraron los índices de producción industrial y los indicadores de percepción tanto del consumidor como del empresario.

**PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**  
PERÍODO: 2007 - 2010<sup>a)</sup>



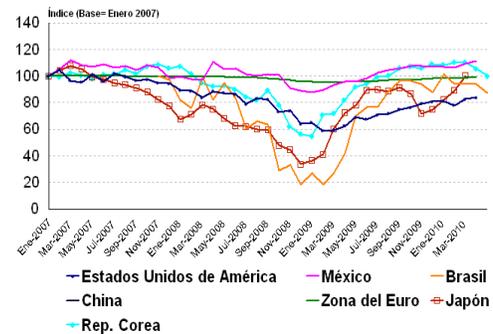
<sup>a)</sup> Abril 2010  
Fuente: Bloomberg

**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**



Fuente: Bloomberg

**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL EMPRESARIO**

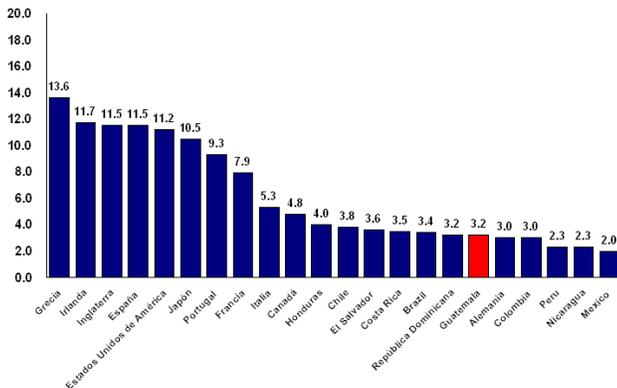


Fuente: Bloomberg

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, la falta de normalización del mercado de crédito, el cual aún permanece restringido; aunado a ello, las instituciones bancarias permanecen altamente expuestas al riesgo de crédito, cuyas tasas de morosidad hipotecaria siguen en niveles altos (en los Estados Unidos de América aproximadamente 10.0%).

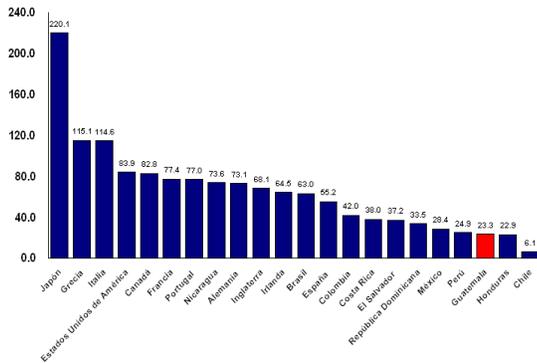
Otro de los principales riesgos en el mediano plazo es la sostenibilidad fiscal, debido a que los planes de estímulo fiscal ejecutados durante la profundización de la crisis, junto con la reducción de los ingresos públicos, incidieron en déficits fiscales elevados y en alzas importantes en el nivel de la deuda pública de muchos países.

**DÉFICIT FISCAL PARA 2009**  
- Porcentaje del PIB -



Fuente: Moody's Global Credit Research and Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano, para Guatemala, Ministerio de Finanzas Públicas.

**DEUDA PÚBLICA TOTAL PARA 2009**  
- Porcentaje del PIB -



Fuente: Moody's Global Credit Research and Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano, para Guatemala, Ministerio de Finanzas Públicas.

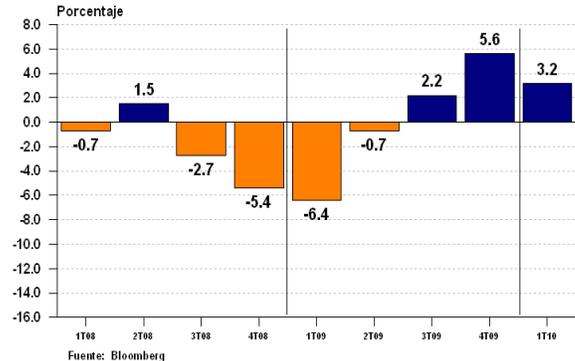
Ante ese escenario, se anticipa que la reactivación de la economía mundial será lenta, gradual y con cierta volatilidad, aunque las proyecciones para 2010 actualmente son más optimistas.

**b) Economías avanzadas**

El desempeño de 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, a decir del FMI, significaría una recuperación de su crecimiento económico del orden de 3.1% 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 al alcanzar 3.2% de crecimiento.

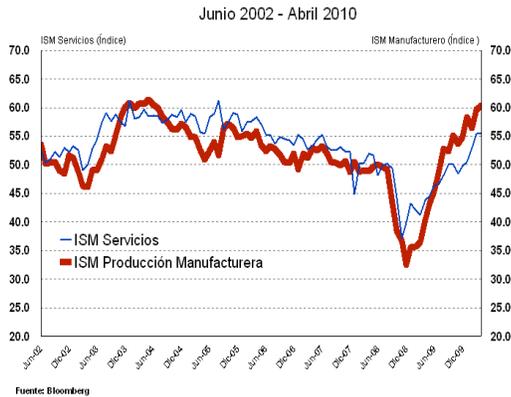
**COMPORTAMIENTO DEL PIB**  
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA 2008-2010  
(Tasa intertrimestral anualizada)



Fuente: Bloomberg

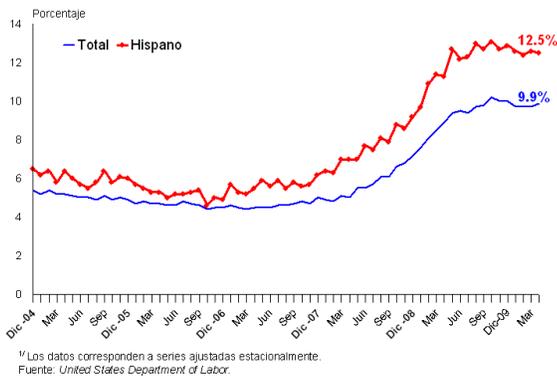
Confirma esta tendencia el indicador de la actividad económica que elabora el *Institute for Supply Management* (ISM), que mide las expectativas de los productores del sector manufacturero y que se considera un índice anticipado de la producción industrial en dicho país, que desde agosto de 2009 se ubica en zona de expansión; es decir, por encima de los 50 puntos. A abril de 2010 se ubicó en 60.4 puntos. Esta mejora en la producción manufacturera y de servicios responde al proceso de recomposición de inventarios durante los últimos meses.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: INDICADOR ADELANTADO DE PRODUCCIÓN MANUFACTURERA Y DE SERVICIOS

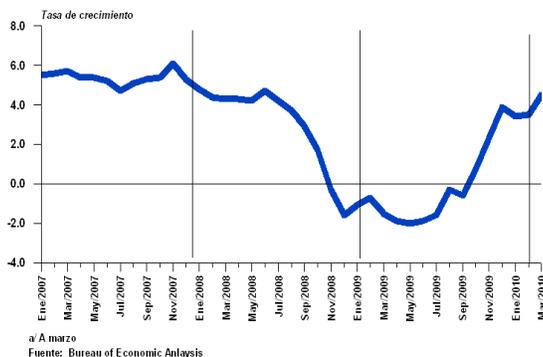


El posicionamiento en la zona de expansión de los índices de producción y servicios ha generado un aumento en las nóminas; sin embargo, la tasa de desempleo en abril se ubicó en 9.9% superior en 0.20 puntos porcentuales a la observada durante los últimos tres meses (9.7%), a pesar del ingreso de miles de personas a la fuerza laboral. Sin embargo, es menor a la observada en octubre de 2009 cuando alcanzó su nivel más alto (10.1%), aún continúa en torno a su máximo valor de las últimas tres décadas.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA TASA DE DESEMPEÑO <sup>1/</sup>



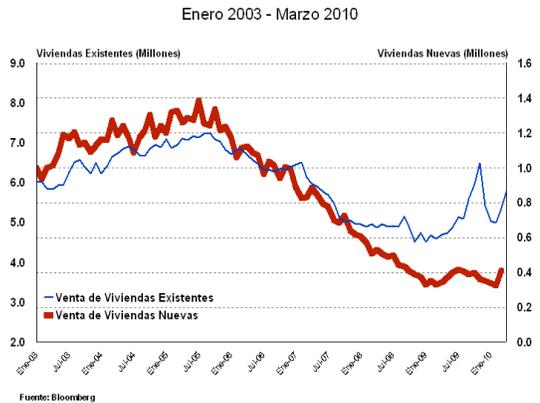
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: GASTO DE CONSUMIDORES PERÍODO: 2007 - 2010 <sup>a/</sup>



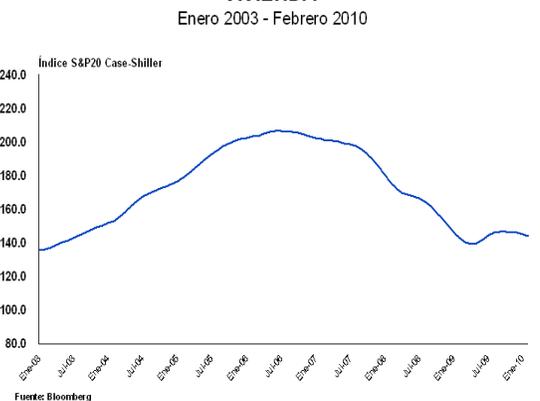
El mercado inmobiliario, por su parte, continúa deprimido, aunque en marzo de 2010, las ventas de viviendas, existentes y nuevas, mostraron un aumento mensual del orden de 6.8% y 26.9%, respectivamente, luego de experimentar caídas en diciembre de 2009 (16.2% y 2.5%, en su orden). En adición, los precios de los inmuebles, medidos por el Índice S&P/Case Shiller, subieron menos de lo previsto, 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)



ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: PRECIO DE LAS VIVIENDA

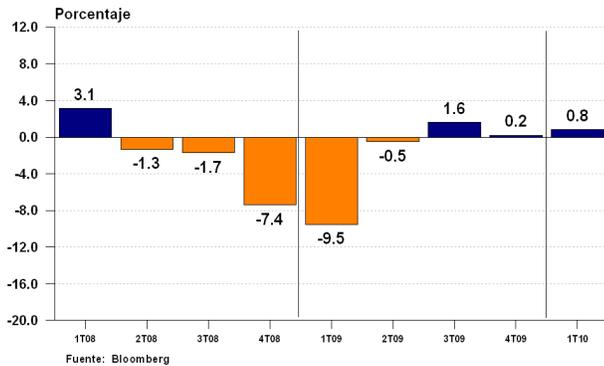


En cuanto a la actividad económica de la Zona del Euro, a partir del tercer trimestre de 2009 muestra tasas de crecimiento positivas, luego de cinco trimestres de contracción. La mejora observada durante los últimos dos trimestres de 2009 es menor a la registrada en los Estados Unidos de América, debido, en parte, a que el impacto de la crisis

económica y financiera en sus sistemas financieros fue mucho más profundo.

### COMPORTAMIENTO DEL PIB ZONA DEL EURO 2008-2010

(Tasa intertrimestral anualizada)

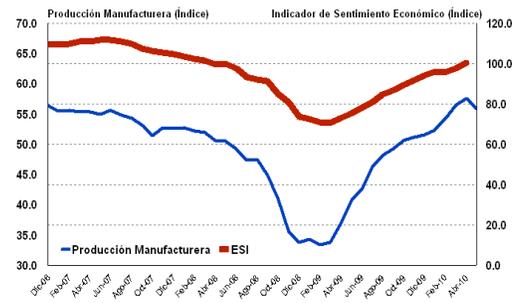


Durante el primer trimestre de 2010, la aceleración del crecimiento económico global ha estado impulsando la confianza de consumidores y empresarios, a pesar de los problemas de sostenibilidad fiscal observados en Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. En abril, el Indicador de Sentimiento Económico se incrementó 2.7 puntos, alcanzando 100.6 puntos, cifra mayor a la esperada (99.4). La mejora fue más evidente en Alemania, dado que el indicador pasó de 100.4 a 104.7 (4.3 puntos) y en Francia aumentó de 100.5 a 102.5 (2.0 puntos).

Asimismo, el Índice de Producción Manufactura alcanzó su nivel más alto desde diciembre de 2006, al registrar 57.6 puntos en abril, manteniéndose en zona de expansión desde octubre de 2009 y sugiriendo que la recuperación será gradual. Esta mejora estuvo asociada a la debilidad del euro, combinada con el aumento de la demanda global, aspecto que contribuyó a impulsar el crecimiento de las exportaciones a su mayor nivel en diez años, así como a aumentar la producción. No obstante, las divergencias a nivel de sus países miembros se amplían, oscilando entre el crecimiento récord de la producción en Alemania y el fuerte y acelerado ritmo de contracción registrado en Grecia, donde la producción está cayendo a un ritmo no muy distante del observado en la profundización de la crisis financiera.

### ZONA DEL EURO: PRODUCCIÓN MANUFACTURERA E INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO

Diciembre 2006 - Abril 2010

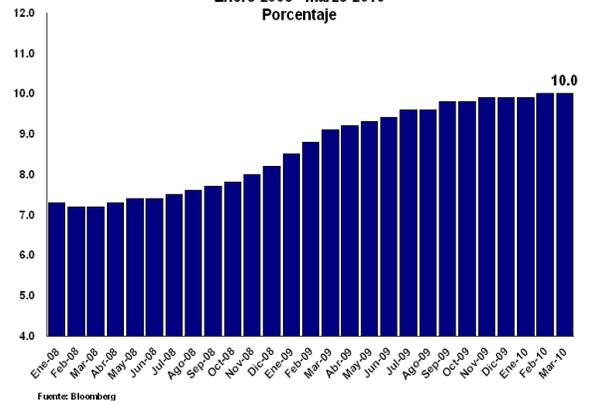


Fuente: Bloomberg  
Nota: El Indicador de Sentimiento Económico (Economic Sentiment Indicator) es un índice elaborado por la Comisión Europea sobre la base de encuestas a empresarios y consumidores. El Índice PMI Manufacturero de la Zona del Euro (Purchasing Managers' Index) es producido por Markit Economics 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 - Marzo 2010

Porcentaje



Aun cuando la tasa de desempleo continúa aumentando, ubicándose en 10.0% en marzo de 2010, comparada con el 9.1% de marzo de 2009, se espera que el mercado laboral mejore lentamente conforme la actividad económica se recupere, aunque la incertidumbre derivada de los problemas, especialmente de Grecia, podría detener el proceso de recuperación.

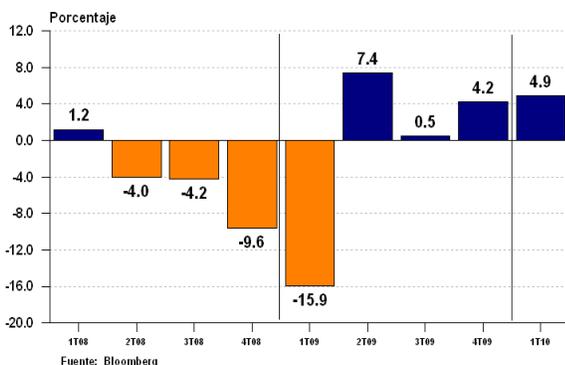
La proyección de crecimiento para 2010 se ubica en 1.0%, luego de la contracción de 4.1% en 2009. Esta proyección no refleja una evolución uniforme, por un lado, se prevén tasas de crecimiento positivas en las economías grandes, como Alemania y Francia, mientras que en aquellas afectadas recientemente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

En la economía japonesa la recuperación ha sido más lenta que la observada en los Estados Unidos de América, luego de crecer 7.4% anualizado en el segundo trimestre de 2009, durante el tercer trimestre creció levemente (0.5%). Sin embargo, la recuperación de la demanda en Asia, principalmente de la República Popular China benefició las

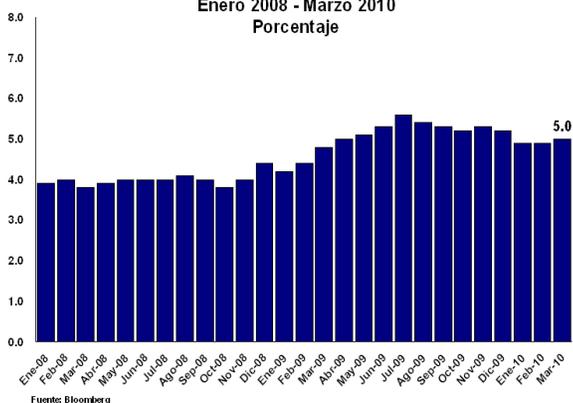
exportaciones de Japón, incidiendo en un crecimiento de 3.8% en el cuarto trimestre de 2009.

La actividad industrial medida por el Nomura/JMMA *Purchasing Managers Index* (PMI)<sup>4</sup> también se ha mantenido en zona de expansión (arriba de 50 puntos) desde julio de 2009. En abril de 2010 el índice se ubicó en 53.5. Dicho comportamiento estuvo asociado al reabastecimiento global de inventarios, lo que generó un aumento de las exportaciones industriales; sin embargo, cabe indicar que la sostenibilidad de la recuperación de esta economía continuará dependiendo de la fortaleza de la demanda externa, principalmente de Asia.

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



JAPÓN: TASA DE DESEMPLEO  
Enero 2008 - Marzo 2010  
Porcentaje



<sup>4</sup> 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.

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, si bien la tasa de desocupación se redujo en los últimos meses, alcanzando 5.0% en marzo de 2010, 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 1.9%, luego de la drástica caída de 5.2% en 2009, la cual fue de las mayores caídas observadas en los países desarrollados.

### c) Economías de mercados emergentes y en desarrollo

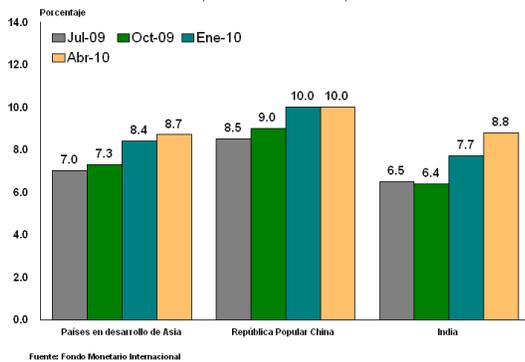
Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han mostrando una evolución favorable a partir del segundo semestre de 2009, con excepción de Europa Central y del Este, donde la recuperación de sus economías se encuentra más rezagada, reflejando el fuerte impacto de la crisis tanto por el canal 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 la normalización de los mercados financieros, 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 de que esta tendencia se acentuaría al ubicarse en un crecimiento de 6.3% mayor al previsto para 2009 (2.4%), aunque aún prevalecerá la heterogeneidad entre países y regiones.

#### i) Países en desarrollo de Asia

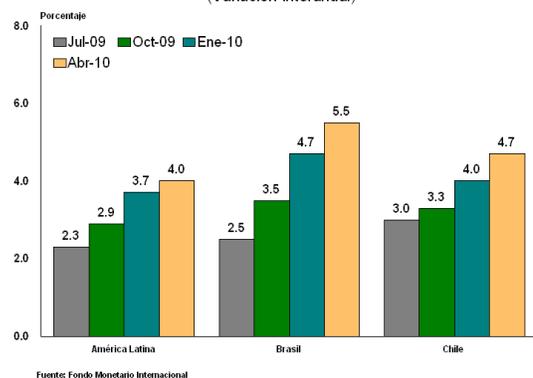
En lo que respecta a los países en desarrollo de Asia, éstos continuarían presentando variaciones positivas de la producción, lo que anticipa un crecimiento de 8.7% en 2010 (6.6% en 2009) impulsado, principalmente, por el dinamismo económico de la República Popular China y de India.

Al respecto, el FMI estima que la economía de la República Popular China crecerá a una tasa de 10.0% 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 sea una de las primeras en empezar a emerger de la crisis.

PROYECCIONES DE  
CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010  
(Variación Interanual)

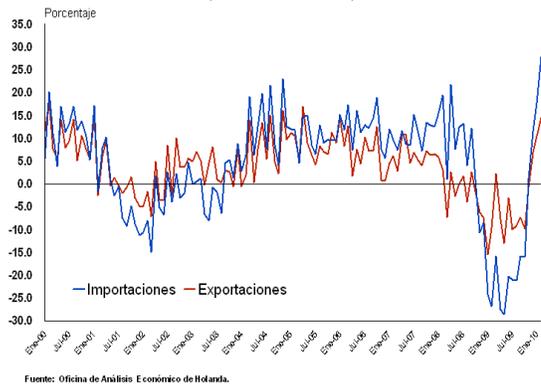


PROYECCIONES DE  
CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010  
(Variación Interanual)



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.

COMERCIO DE AMÉRICA LATINA  
ENERO 2000 - FEBRERO 2010  
(Variación Interanual)



## ii) 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 abril del presente año, fueron revisadas al alza respecto a las publicadas en enero de 2010. La región registraría un crecimiento económico de 4.0% (caída prevista de 1.8% en 2009).

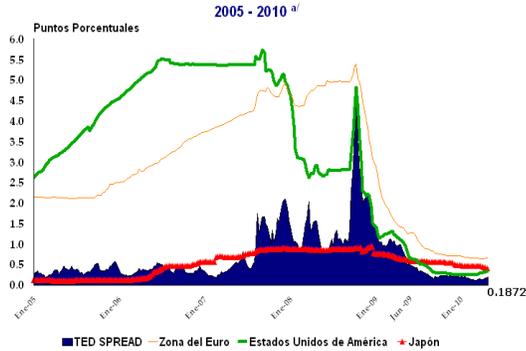
El avance reciente de la región responde principalmente a la estabilización de las condiciones financieras, al aumento del comercio internacional y al fortalecimiento de los precios de los *commodities* aspecto que está incidiendo positivamente en los términos de intercambio de algunas de estas economías 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 febrero de 2010 las importaciones han mostrado un crecimiento interanual de 27.8% y las exportaciones un crecimiento interanual de 14.5%. 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.

### B. MERCADOS FINANCIEROS

En lo que va del año, los mercados financieros internacionales continúan, en términos generales, con una evolución favorable, luego de recuperarse de los efectos negativos generados por la crisis global. Ello se ha reflejado en una reducción de la aversión al riesgo y en la recuperación de la confianza de los inversionistas. En efecto, el mercado de dinero ha mostrado condiciones similares a las observadas previas a la crisis, como lo muestra el indicador *TED Spread*. Asimismo, las tasas de interés de corto plazo en las principales economías avanzadas continúan en niveles bajos, asociadas a las bajas tasas de interés de política monetaria que buscan favorecer la recuperación económica.

#### ECONOMÍAS AVANZADAS: TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO Y TED SPREAD

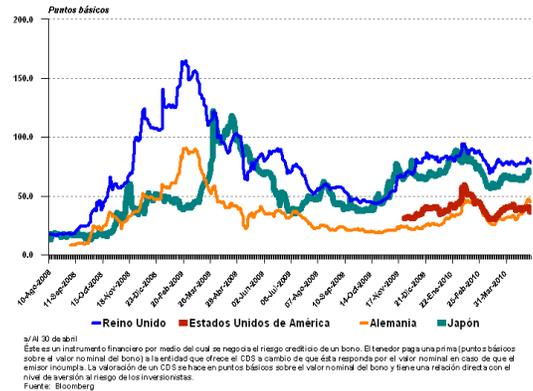


<sup>a/</sup> Al 30 de abril  
Fuente: Bloomberg

Por su parte, los mercados de capitales también mostraron una evolución positiva, aunque con mayor volatilidad, ocasionada por algunos eventos desfavorables debido inicialmente a temores sobre una posible desaceleración en las economías desarrolladas y en la de la República Popular China; y, posteriormente, a la crisis fiscal, especialmente en Grecia. Ambos factores, en especial la crisis fiscal de Grecia, generaron 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 ligeros retrocesos por el temor de los efectos negativos sobre el crecimiento económico, provenientes de los desequilibrios fiscales y del endeudamiento en algunas economías de la Zona del Euro.

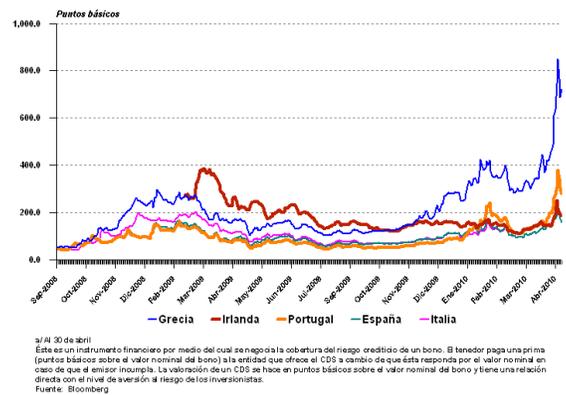
#### CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD

PERÍODO: 2008 - 2010 <sup>a/</sup>



#### CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD

PERÍODO: 2008 - 2010 <sup>a/</sup>

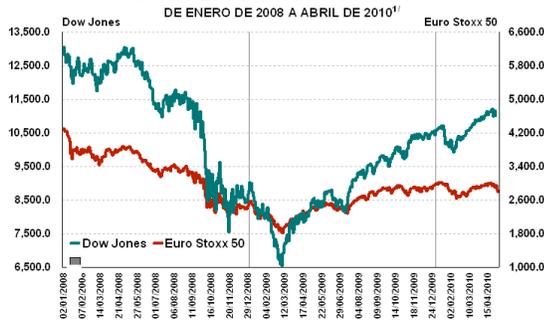


#### MSCI: ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES Y AMÉRICA LATINA

PERÍODO: 2008 - 2010 <sup>a/</sup>



**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA ZONA DEL EURO:  
PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS**



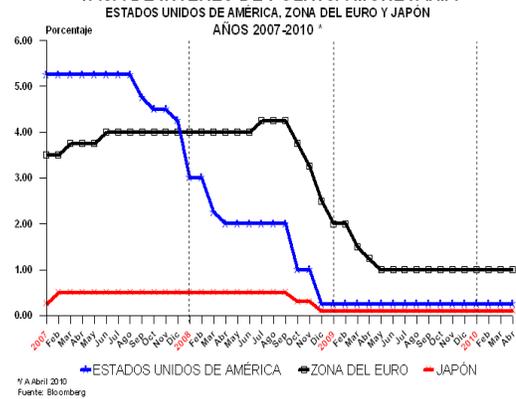
<sup>1</sup> Al 30 de abril  
El Dow Jones EURO STOXX 50 es un índice de referencia de la bolsa de la Eurozona creado el 26 de febrero de 1998. Está elaborado por STOXX Limited, una alianza comercial entre Deutsche Börse, Dow Jones & Company y SWX Swiss Exchange. Es un índice ponderado por capitalización 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

En los mercados cambiarios se observó que, debido a la menor aversión al riesgo y al mantenimiento de expectativas sobre tasas de interés bajas en los Estados Unidos de América, el dólar había mostrado una tendencia a la depreciación; sin embargo, en los primeros meses de 2010 el dólar revirtió esta tendencia frente a las monedas convertibles de Europa, como el euro, la libra esterlina y el franco suizo, principalmente, ante la incertidumbre, en torno a la situación de Grecia.

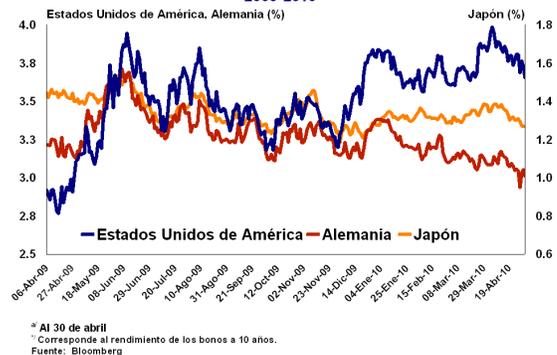
Por el contrario, frente a las monedas de las principales economías de la región latinoamericana, el dólar registró una tendencia a la depreciación; además, las monedas de la región se han visto fortalecidas por una mejora en los precios de los *commodities*.

Por su parte, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de las medidas no convencionales de política monetaria; no obstante, mantienen sin cambios sus tasas de política. Ello ha contribuido a que las expectativas del mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de política monetaria se posterguen, en algunos casos, incluso hasta el próximo año. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas se han mantenido relativamente estables desde comienzos de año.

**TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**



**ECONOMÍAS AVANZADAS: TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO<sup>1</sup>**



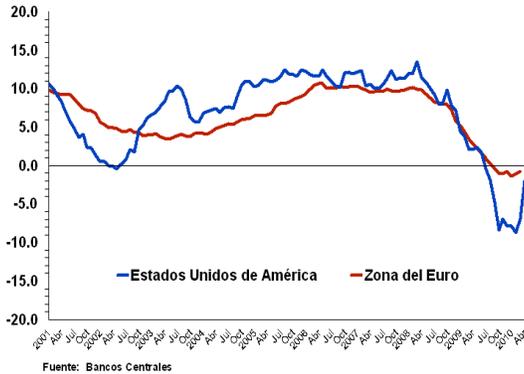
TIPO DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS						
Moneda por US Dólar						
	Tipo de Cambio			Variación		
	Al 31-12-08	Al 31-12-09	Al 30-04-10	2009/2008	2010/2009	
Zona del Euro	0.7196	0.6945	0.7513	-3.48	8.18	
Reino Unido	0.68605	0.61931	0.6547	-9.73	5.72	
Suiza	0.6706	0.6743	0.6980	0.55	3.52	
Japón	90.695	92.665	94.0950	2.17	1.54	
México	13.8213	13.0866	12.3978	-5.32	-5.26	
Brasil	2.3310	1.7403	1.7458	-25.34	0.32	
Chile	636.45	506.43	518.4400	-20.43	2.37	
Perú	3.1395	2.8825	2.8480	-8.19	-1.20	
Colombia	2251.71	2044.23	1973.4200	-9.21	-3.46	

Fuente: Bancos Centrales.

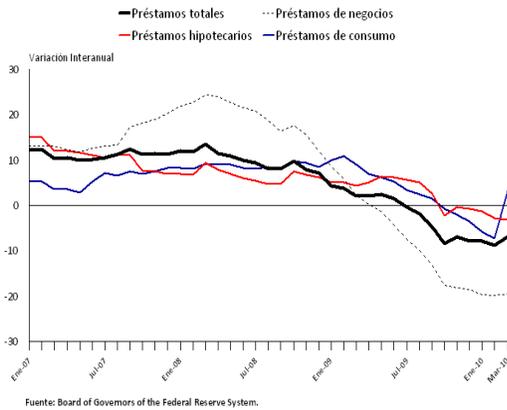
Nota: Signo positivo significa depreciación, signo negativo significa apreciación.

A pesar de ello, el canal del crédito continúa sin restablecerse y en algunos países desarrollados los préstamos han continuado contrayéndose. En los Estados Unidos de América ha empezado a cambiar, principalmente en aquellos créditos destinados al consumo. 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, podrían dificultar la reactivación económica.

**CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO**  
Variación Interanual



**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: SALDO DE PRÉSTAMOS DE LA BANCA**



**C. PRECIOS INTERNACIONALES DE BIENES**

Los precios internacionales de los *commodities* han continuado recuperándose en los primeros meses del año, sustentados en las mejores perspectivas de la economía mundial, en el mayor dinamismo de la demanda generada principalmente, por la República Popular China y en el creciente interés en estos bienes, por parte de los inversionistas, como activos de inversión y cobertura.

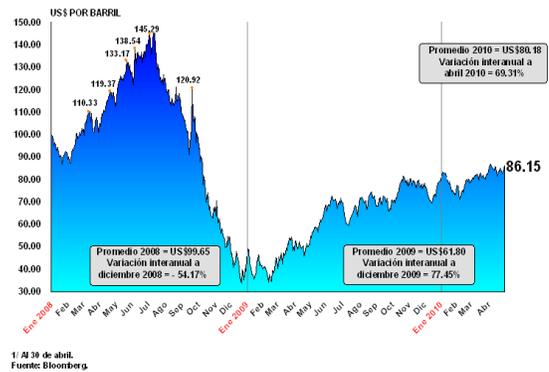
La tendencia general de los precios del petróleo ha sido al alza. Durante 2009 acumuló un aumento de 77.5%, con un precio promedio de US\$61.80 por barril. En lo que va de 2010 el rango de precios ha oscilado entre US\$70.00 y US\$86.00 por barril, comportamiento asociado a la paulatina recuperación 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 febrero y marzo se registró una caída en el precio internacional 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 aplicación de medidas restrictivas en la República Popular China. Sin embargo, desde la última semana de marzo, el precio se recuperó en congruencia con la revisión de las proyecciones de demanda mundial para 2010 y 2011 por parte de *Energy Information Administration* (EIA) y la OPEP y el reinicio de tensiones geopolíticas en Medio Oriente (sanciones por el programa nuclear de Irán).

**PETRÓLEO**

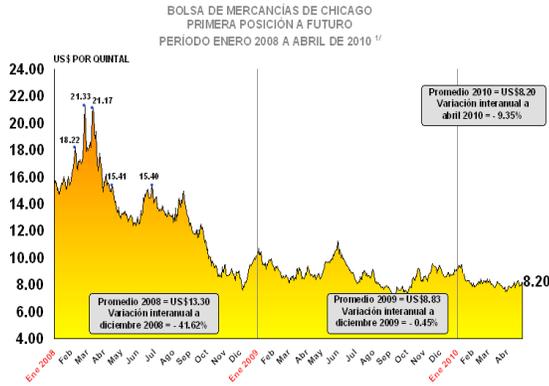
BOLSA DE MERCANCIAS DE NUEVA YORK  
PRIMERA POSICION A FUTURO  
PERIODO ENERO 2008 A ABRIL DE 2010 <sup>1/</sup>



Por su parte, el precio internacional de los *commodities* agrícolas, mantuvo un comportamiento menos volátil que el del petróleo, con una leve tendencia a la baja, que responde, principalmente 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* permanezcan estables.

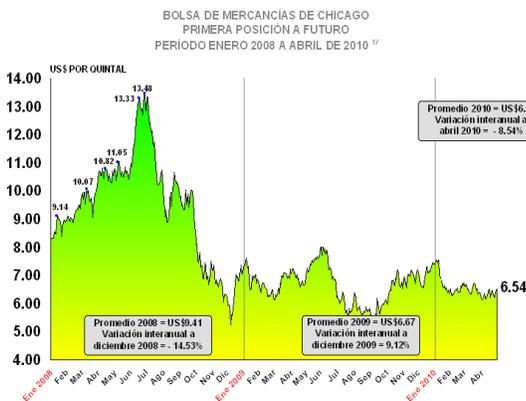
La cotización del trigo acumuló una leve caída de 0.45% en 2009. Aunque en la primera mitad del año existió cierta preocupación por el clima y los retrasos en las siembras en Estados Unidos de América, lo que se disipó al confirmarse que la oferta sería abundante. El Departamento de Agricultura de los 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.

### TRIGO



1/ Al 30 de abril.  
Fuente: Bloomberg.

### MAÍZ



1/ Al 30 de abril.  
Fuente: Bloomberg.

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 retrasaron las siembras. A pesar de ello, las estimaciones sobre la producción no se afectaron considerablemente. En el transcurso del año, el precio ha mantenido un comportamiento a la baja; sin embargo, el mercado ha permanecido volátil a la espera de posibles correcciones en las proyecciones de producción.

## D. INFLACIÓN

Con respecto a la inflación, los registros en el presente año exhiben un repunte generalizado, asociado en parte a los mayores precios del petróleo y sus derivados y a la reactivación de la actividad económica. Asimismo, las expectativas de inflación para este año son superiores en todas las regiones y países y mantienen una leve tendencia al alza.

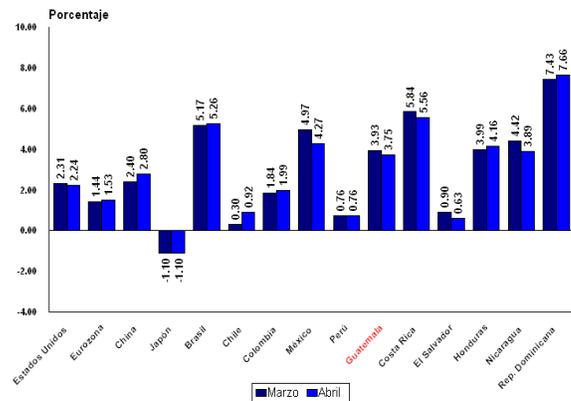
La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles bajos durante 2010 y las expectativas apuntan a que dicha tendencia

continuará. Ello explica el mantenimiento de bajas tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América.

En contraste, en algunas economías de América Latina, la inflación ha empezado a repuntar, apoyada en parte por una mayor reactivación de la actividad económica; sin embargo, algunas de las proyecciones de inflación se posicionan en valores mayores a las metas establecidas por los bancos centrales, por lo que se estima que algunas economías de la región latinoamericana comiencen a incrementar sus tasas de interés antes del segundo semestre del año. De hecho, en Brasil y en Perú se incrementaron las tasas de interés de política en 75 y 25 puntos básicos, respectivamente.

Si bien los precios de los *commodities* han comenzado a evidenciar alzas considerables, principalmente el petróleo, aún no se considera que puedan generar presiones inflacionarias significativas en el corto plazo, por lo que si bien hay una importante dispersión entre países, se prevé que la mayoría de las economías alcancen en 2010 sus respectivos objetivos en términos de inflación.

### RITMO INFLACIONARIO MARZO - ABRIL 2010



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

	2009	2010 <sup>py/</sup>
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>		
Economía Mundial	-0.6	4.2
Economías avanzadas	-3.2	2.3
Estados Unidos de América	-2.4	3.1
Zona del Euro	-4.1	1.0
Japón	-5.2	1.9
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	2.4	6.3
Países en desarrollo de Asia <sup>1/</sup>	6.6	8.7
República Popular China	8.7	10.0
India	5.7	8.8
África Subsahariana	2.1	4.7
Oriente Medio y Norte de África	2.4	4.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	-1.8	4.0
Brasil	-0.2	5.5
México	-6.5	4.2
Europa Central y del Este	-3.7	2.8
Comunidad de Estados Independientes	-6.6	4.0
<b>INFLACIÓN<sup>2/</sup></b>		
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 <sup>1/</sup>	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

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

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

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

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

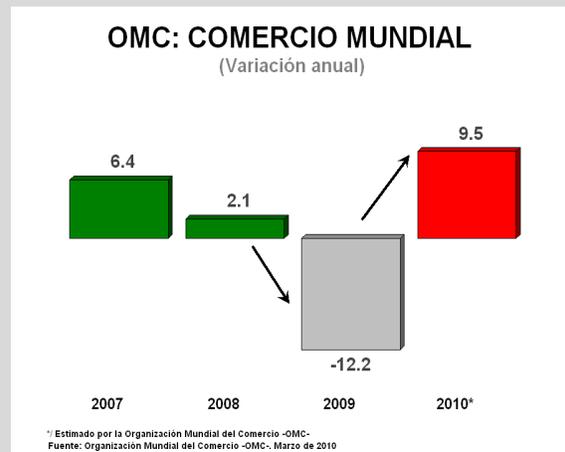
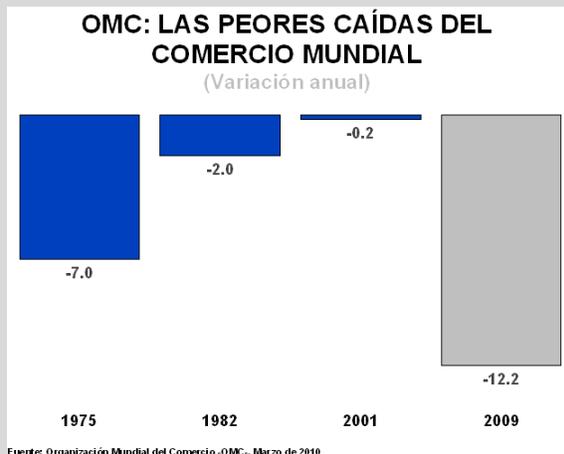
### RECUADRO 1 PERSPECTIVAS DEL COMERCIO MUNDIAL EN 2010

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.

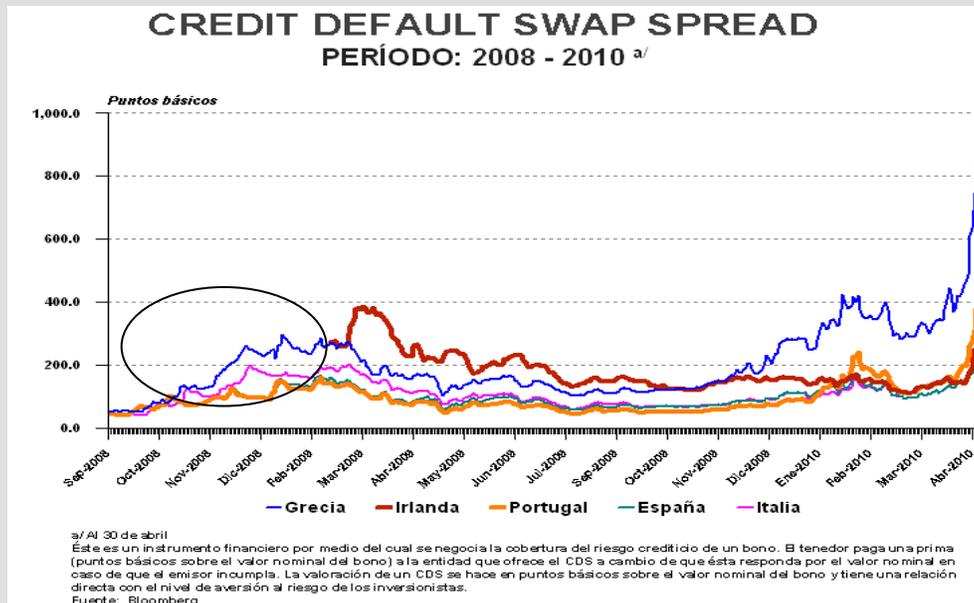
Las perspectivas para 2010 evidencian que tanto la producción como el comercio se encuentran actualmente en fase de recuperación. Si la economía mundial no experimenta perturbaciones, el comercio mundial de mercancías debería retomar su trayectoria normal ascendente para finales de 2010. Las proyecciones 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.



## 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 significativamente las finanzas públicas en la mayor parte de países, traduciéndose en déficits fiscales elevados y en alzas importantes en el nivel de deuda pública de muchos países, principalmente en los países con economías desarrolladas, este 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 su calificación crediticia como 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 7.0% 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 ha revertido recientemente, debido al anuncio sobre el apoyo acordado por la autoridades de la Zona del Euro conjuntamente con el Fondo Monetario Internacional y por los planes de consolidación fiscal propuestos por el gobierno griego; no obstante, estas primas aún 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, cuya deuda pública asciende a 55.2% 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 el de Grecia es de 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 incorpora el que 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

	Déficit Fiscal	Deuda Pública	Déficit	Tasa de	Rendimientos de	CALIFICACIONES CREDITICIAS POR PAÍS		
	% PIB	% PIB	Cta. Cte.	Crecimiento	Bonos a 10 años abril de 2010 <sup>1/</sup>	Moody's	S&P	Fitch
<b>Portugal</b>	9.3	77.0	-10.1	-2.9	5.4%	Aa2	A-	AA-
<b>Irlanda</b>	11.7	64.5	-2.9	-7.1	5.3%	Aa1	AA	AA-
<b>Italia</b>	5.3	114.6	-3.4	-5.0	4.0%	Aa2	A+	AA-
<b>Grecia</b>	13.6	115.1	-11.2	-2.0	9.4%	A3	BB+	BBB-
<b>España</b>	11.5	55.2	-5.1	-3.6	4.1%	Aaa	AA	AAA

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

<sup>1/</sup>En referencia a los bonos alemanes con un rendimiento de 2.93%.

### III. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNA

#### A. PRODUCTO INTERNO BRUTO<sup>5</sup>

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 organismos internacionales, las perspectivas de estabilización de 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 de las proyectadas previamente.

En efecto, tal como se indicó, para el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>6</sup> 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)<sup>7</sup> 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)<sup>8</sup>, 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 y por turismo.

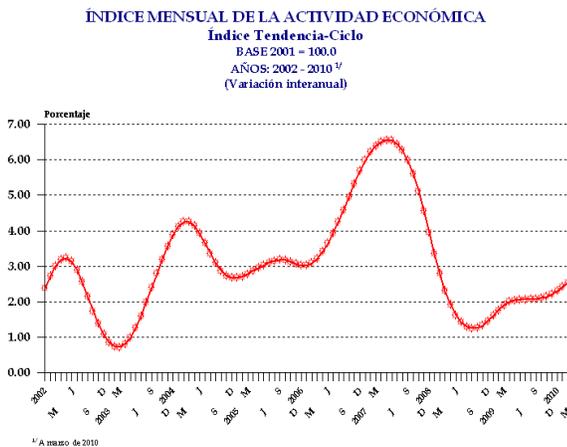
En el orden interno, se consideraron los factores siguientes: a) el mantenimiento de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, esta última continuando con un moderado sesgo anticíclico; b) niveles de inflación moderados; c) un ritmo de crecimiento moderado del crédito al sector privado; d) la información 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.

<sup>5</sup> Un análisis por ramas de actividad se presenta en Anexo 2.<sup>6</sup> FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2010.<sup>7</sup> BM. Global Economic Prospects 2010, enero de 2010.<sup>8</sup> ONU. Situación y Perspectivas de la Economía Mundial 2010, enero de 2010.

## B. ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMAE)

Después de haber mostrado un comportamiento descendente durante el período junio de 2007 a septiembre de 2008, cuando alcanzó el punto mínimo (1.25%), el Índice Mensual de la Actividad Económica (variación interanual de la tendencia-ciclo) empezó a mostrar signos de recuperación hasta ubicarse en marzo de 2010 en 2.54%, porcentaje superior al observado en el mismo mes de 2009 (1.90%), 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.



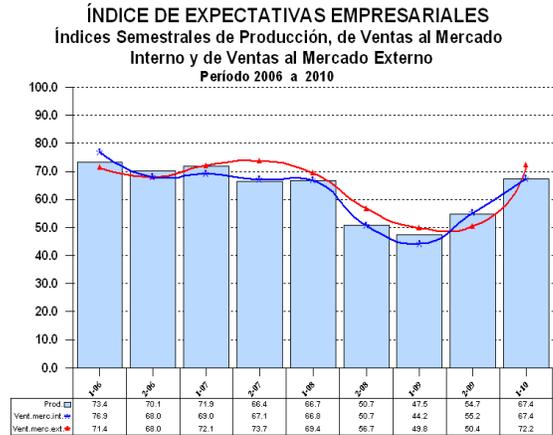
A marzo de 2010, las actividades que mostraron un comportamiento alcista en la tendencia-ciclo fueron: *Servicios privados; Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y, Comercio al por mayor y al por menor*, cuyas ponderaciones representan, en conjunto, el 49.4% de la composición del IMAE, mientras que las actividades que mostraron una disminución, pero continúan siendo positivas, fueron: *Industrias manufactureras; Suministro de electricidad y captación de agua; Alquiler de vivienda; Intermediación financiera; y, Administración pública y defensa*, las cuales en conjunto suman el 49.8% de la estructura del IMAE.

## C. ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL

En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial<sup>9</sup> 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

<sup>9</sup> Realizada a una muestra de 365 establecimientos industriales, de los cuales el 52.9% son grandes (más de 50 trabajadores), el 15.3% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 31.8% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

su parte, el Índice de Expectativas de Producción<sup>10</sup>, refleja que para el primer semestre de 2010, el nivel de producción aumentará respecto a lo previsto 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 se revirtió a partir del último trimestre de 2009. A marzo de 2010, las exportaciones y las importaciones, según cifras preliminares registraron tasas de crecimiento de 17.9% y 16.1%, respectivamente, lo que denota el proceso de recuperación económica del país.

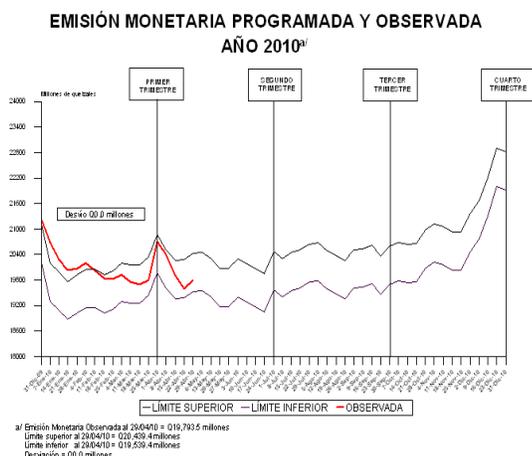
## IV. EL MERCADO FINANCIERO

### A. DINERO

#### 1. Emisión monetaria

Durante el período enero-abril de 2010, la trayectoria de la emisión monetaria mostró, en general, un comportamiento convergente hacia 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 29 de abril del año en curso la misma se mantuvo dentro de los límites establecidos en el referido corredor.

<sup>10</sup> 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.



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 liquidez<sup>11</sup> 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 abril en 0.1695, similar al estimado para esa fecha (0.1714). 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 cuatrimestre 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 abril 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 Q1,940.3 millones. En lo atinente a los principales factores desmonetizantes se encuentra el aumento en las operaciones de estabilización monetaria por Q3,292.0 millones y el incremento en el saldo de las cuentas de encaje bancario total por Q357.8 millones.

Conforme al programa monetario, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 8.2% a finales de 2010, respecto del nivel estimado para el 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 29 de abril de 2010, la base monetaria amplia se ubicó por arriba del corredor estimado, registrando un desvío de Q1,611.0 millones. 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.

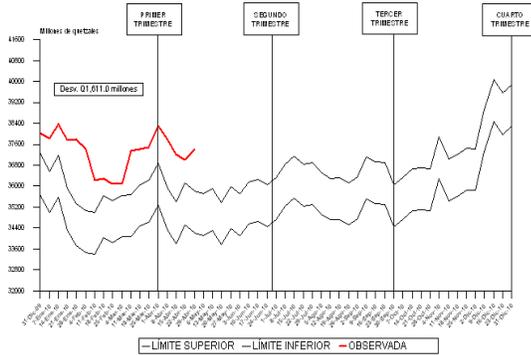
Entre enero y abril de 2010, si bien la base monetaria amplia registró un desvío promedio de alrededor de Q1,400.0 millones, destaca la desmonetización que se observó derivada del incremento en las operaciones de estabilización monetaria a plazos mayores de 91 días, congruente con lo previsto para este año; sin embargo, el anterior efecto desmonetizante fue más que 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. En ese sentido, dicho excedente no representa riesgo potencial a la política monetaria, en tanto el crédito

<sup>11</sup> Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias totales.

bancario al sector privado continúe creciendo lentamente.

Para finales de 2010, se prevé que la base monetaria amplia crezca 7.1% respecto al nivel estimado para el 31 de diciembre de 2009, lo que representaría un aumento de Q2,595.9 millones.

**BASE MONETARIA AMPLIA PROGRAMADA Y OBSERVADA**  
AÑO 2010<sup>1</sup>

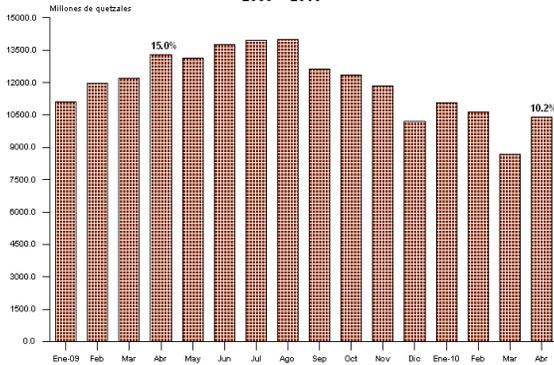


<sup>1</sup> Base Monetaria Estimada al 2004/10 = Q37,420.8 millones  
Límite superior al 2004/10 = Q35,815.8 millones  
Límite inferior al 2004/10 = Q34,215.8 millones  
Desviación = Q1,611.0 millones

### 3. Captaciones totales

A abril de 2010, las captaciones totales<sup>12</sup> del sistema bancario nacional aumentaron en términos interanuales Q10,414.1 millones (10.2%), monto inferior en Q2,869.6 millones a lo observado a abril de 2009. En el comportamiento de las captaciones incide el incremento de los depósitos a plazo por Q5,595.4 millones; de los depósitos monetarios por Q3,573.5 millones; de los depósitos de ahorro por Q1,511.7 millones y la disminución de los otros depósitos<sup>13</sup> y de las obligaciones financieras por Q5.0 millones y Q261.5 millones, respectivamente.

**SISTEMA BANCARIO**  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS CAPTACIONES TOTALES (MN + ME)  
2009 - 2010



Fuente: Superintendencia de Bancos.

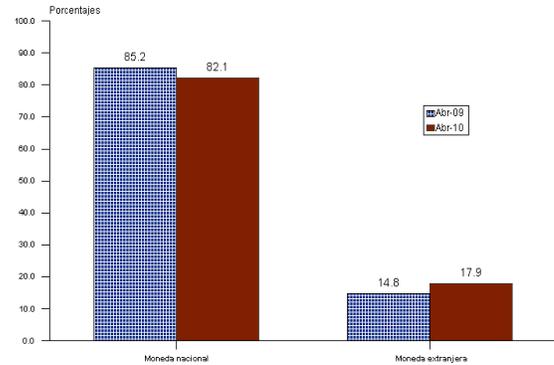
<sup>12</sup> Se refiere a la sumatoria de los depósitos y de las obligaciones financieras, incluyendo los depósitos de las entidades del sector público.

<sup>13</sup> Incluye depósitos a la orden y depósitos con restricciones.

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 79.5% en abril de 2009 a 92.3% en abril 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 abril de 2010, el 82.1% de las captaciones totales estaban constituidas en moneda nacional (85.2% en abril de 2009) y el 17.9% en moneda extranjera (14.8% en abril de 2009), lo que implica un incremento de 3.1 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)  
Abril 2009 - Abril 2010



Fuente: Superintendencia de Bancos.

### 4. Medios de pago

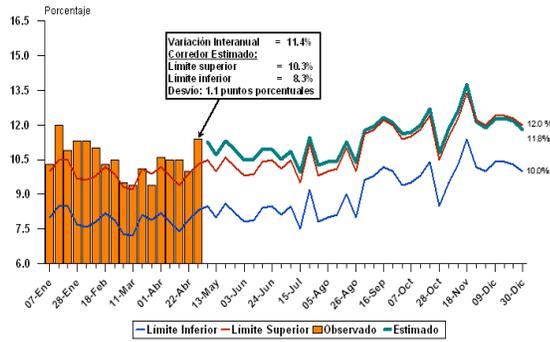
Se estima que para finales de 2010 los medios de pago (M2) crecerán entre 10.0% y 12.0% en términos interanuales, tomando en cuenta el crecimiento de la actividad económica, la meta de inflación y la velocidad de circulación del dinero estimada. Al 29 de abril de 2010, la variación interanual de los medios de pago fue de 11.4%, la cual se ubicó 1.1 puntos porcentuales por arriba del margen de tolerancia estimado para esa fecha (8.3% - 10.3%).

Al 29 de abril de 2010, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de año es de 11.8%, la cual se ubica dentro del rango estimado para diciembre de 2010 (10.0% - 12.0%).

En general, el comportamiento de los medios de pago totales en el primer cuatrimestre del año es consistente con el pronóstico de crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación. El

desvío observado en los primeros cuatro meses del año es poco significativo y no permite apreciar un crecimiento excesivo en el volumen agregado de dinero en la economía.

MEDIOS DE PAGO TOTALES (M/N + M/E)  
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONÓMÉTRICA  
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 <sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> Al 29 de abril

## 5. Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM)

### a) Por plazo

Entre el 31 de diciembre de 2009 y el 30 de abril de 2010, el saldo de las OEM a 7 días plazo registró un aumento de Q78.0 millones, al pasar de Q5,546.3 millones a Q5,624.3 millones. Por su parte, el saldo de las OEM con vencimientos superiores a 7 días registró un incremento de Q3,216.1 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.

En adición a las licitaciones de DP por fechas de vencimiento, 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.

### b) Por fecha de vencimiento

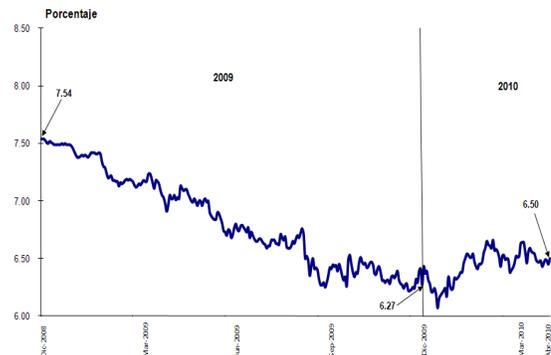
Con el propósito de reducir la segmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y fortalecimiento del mercado secundario y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de DP, se continuó con las licitaciones de DP por fecha de vencimiento por medio de 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 eliminada. 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.

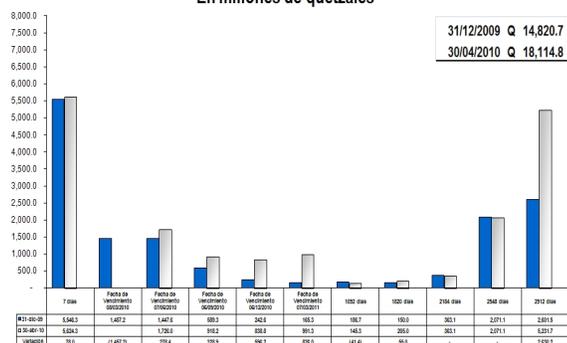
El costo financiero promedio ponderado de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2009 al 30 de abril de 2010 mostró un comportamiento ascendente, al pasar de 6.27% a 6.50%, como resultado, principalmente, del aumento de las colocaciones de DP a largo plazo, especialmente a 2912 días (8 años).

COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA  
DICIEMBRE 2008 - ABRIL 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 abril 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 30/04/2010**  
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.

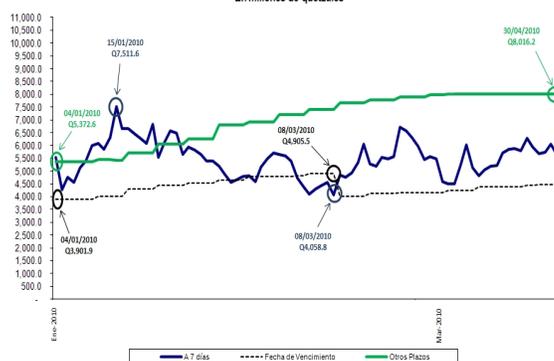
Durante el período objeto de análisis, las operaciones a 7 días registraron el 15 de enero de 2010 un saldo máximo de Q7,511.6 millones (44.3% del total) y el 8 de marzo de 2010 un mínimo de Q4,058.8 millones (24.8% del total).

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 4 de enero de 2010 un saldo mínimo de Q3,901.9 millones (26.3% del total).

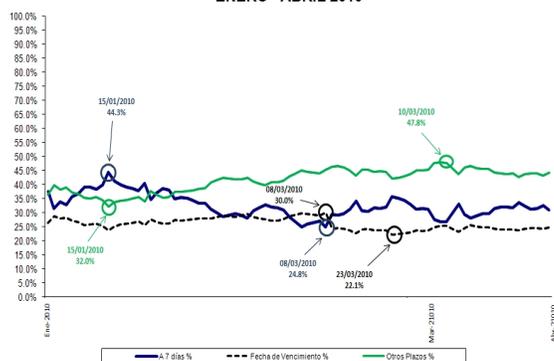
En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron el 30 de abril de 2010 un saldo máximo de Q8,016.2 millones (44.3% del total) y el 4 de enero de 2010 un saldo mínimo de Q5,372.6 millones (36.3% del total).

El saldo de las OEM al 30 de abril de 2010 ascendió a Q18,114.8 millones, del cual Q5,624.3 millones (31.0%) correspondió al plazo de 7 días, Q4,474.3 millones (24.7%) a operaciones efectuadas por fechas de vencimiento y Q8,016.2 millones (44.3%) a otros plazos.

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



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



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

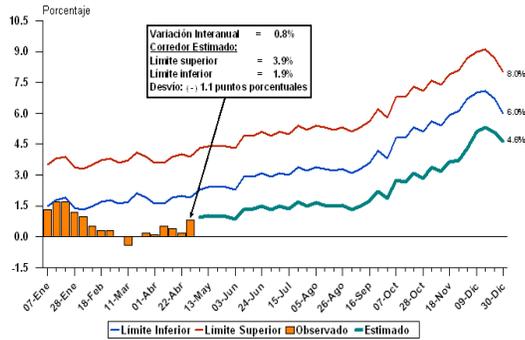
## B. CRÉDITO

### 1. Crédito bancario al sector privado

Al 29 de abril de 2010, la variación interanual del crédito bancario total al sector privado se situó en 0.8%, ubicándose 1.1 puntos porcentuales por debajo del rango estimado para esa fecha (1.9% - 3.9%).

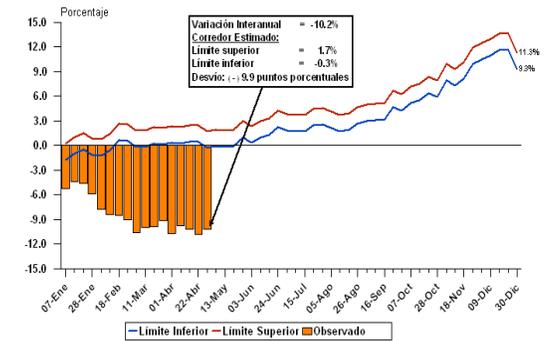
A dicha fecha, la estimación econométrica del crédito bancario total al sector privado para finales de año fue de 4.6%, la cual se ubica por debajo del rango estimado para diciembre de 2010 (6.0% - 8.0%).

### CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N + M/E) CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 <sup>al</sup>



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 29 de abril un crecimiento interanual de 5.3%, el cual se ubica por arriba del límite superior 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 (-10.2%), por debajo del límite inferior del corredor estimado en esa moneda, deteniendo la desaceleración que evidenciaba hasta mediados de marzo.

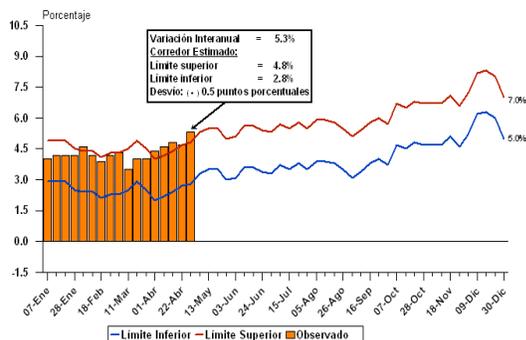
### CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/E) CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 <sup>al</sup>



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.

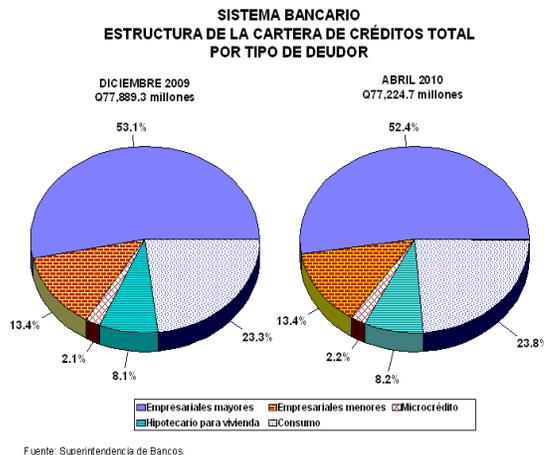
Por el lado de la oferta también hay algunos factores que habrían contribuido al comportamiento del crédito al sector privado. Entre ellos, destaca el hecho de que los bancos del sistema han sido más estrictos en sus análisis de crédito, debido a que la normativa que regula la exposición a los riesgos, 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.

### CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N) CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010 <sup>al</sup>



## 2. Cartera crediticia por tipo de deudor<sup>14</sup>

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado, al 30 de abril de 2010, se situó en Q77,224.7 millones, monto inferior en Q664.6 millones (-0.9%) al registrado en diciembre de 2009. Dicha variación se explica, por una parte, por la disminución de los créditos empresariales mayores en Q932.9 millones; de los créditos empresariales menores por Q40.4 millones y de los créditos hipotecarios para vivienda por Q28.9 millones y, por la otra parte, por el incremento de los microcréditos por Q135.8 millones y de los créditos de consumo por Q201.8 millones. Como resultado de lo anterior, a abril de 2010 la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la forma siguiente: créditos empresariales mayores, 52.4%; créditos de consumo, 23.8%; créditos empresariales menores, 13.4%; créditos hipotecarios para vivienda, 8.2%; y, microcréditos, 2.2%.

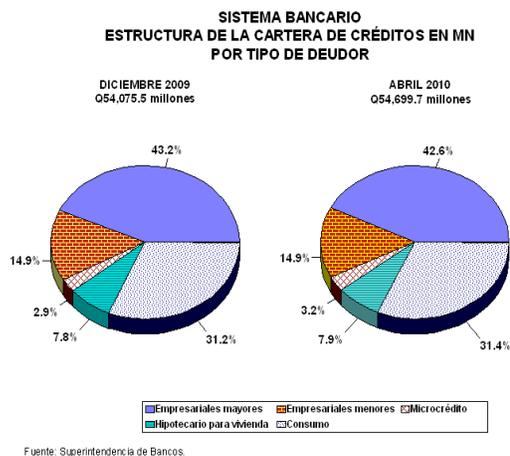


Respecto a diciembre de 2009, los créditos empresariales mayores, los créditos empresariales menores y los créditos hipotecarios para la vivienda disminuyeron en 2.3%, 0.4% y 0.5%<sup>15</sup>, respectivamente. Por su parte, los microcréditos registraron un incremento de 8.5% y los créditos para el consumo aumentaron 1.1%.

### a) En moneda nacional

La cartera crediticia en moneda nacional, al 30 de abril de 2010, representó 70.8% de la cartera de créditos total del sistema bancario (69.4% a diciembre de 2009). Cabe indicar que durante 2010 la cartera crediticia en moneda nacional aumentó Q624.2 millones. Dicho incremento se integra de la manera siguiente: créditos de consumo, Q328.7 millones; microcréditos, Q136.9 millones; créditos hipotecarios para vivienda, Q108.2 millones; créditos empresariales menores, Q94.1 millones; y, una disminución de los créditos empresariales mayores por Q43.7 millones.

<sup>14</sup> 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.



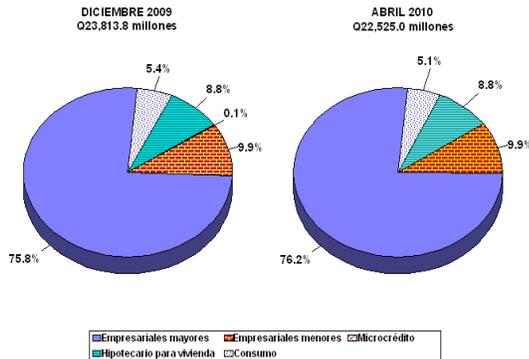
<sup>15</sup> Al agregar las cédulas hipotecarias FHA, el crecimiento es de 1.3%

El comportamiento de la cartera crediticia en moneda nacional dio origen a que los microcréditos, los créditos de consumo y los créditos hipotecarios para vivienda aumentaran su participación en 0.2, 0.2 y 0.1 puntos porcentuales, respectivamente. Por su parte, los créditos empresariales mayores disminuyeron su participación en 0.6 puntos porcentuales. Los créditos empresariales menores no registraron variación durante el período.

**b) En moneda extranjera**

La cartera crediticia en moneda extranjera, al 30 de abril de 2010, representó 29.2% de la cartera de créditos total del sistema bancario (30.6% a diciembre de 2009). Cabe indicar que durante 2010 la cartera de créditos en moneda extranjera disminuyó en el equivalente de Q1,288.8 millones, como resultado de la reducción registrada en todos los tipos de deudores de crédito. En efecto, los créditos empresariales mayores disminuyeron en Q889.1 millones; los créditos hipotecarios para vivienda, Q137.1 millones; los créditos empresariales menores, Q134.5 millones; los créditos de consumo, Q126.9 millones; y, los microcréditos, Q1.2 millones. Como resultado de lo anterior, los créditos empresariales mayores incrementaron su participación en 0.4 puntos porcentuales. Por su parte, los créditos de consumo y los créditos hipotecarios para vivienda disminuyeron su participación en 0.3 y 0.1 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe señalar que la participación de los créditos empresariales menores y de los microcréditos no registró variación en el período.

**SISTEMA BANCARIO  
ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE CRÉDITOS EN ME  
POR TIPO DE DEUDOR**



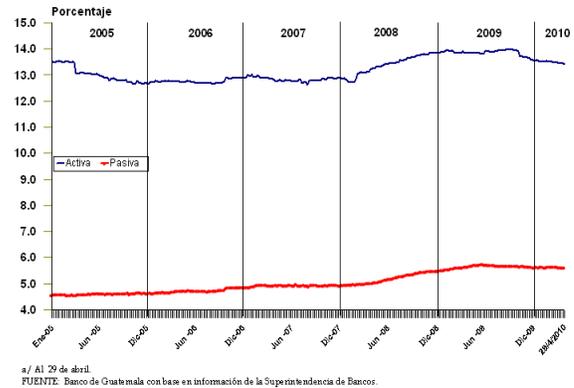
Fuente: Superintendencia de Bancos.

**C. TASAS DE INTERÉS**

**1. Tasas de interés del sistema bancario  
a) En moneda nacional**

Durante el período enero-abril 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 29 de abril se situó en 13.42%, inferior en 0.15 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2009 (13.57%)<sup>16</sup>. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó en 5.58%, inferior a la registrada al 31 de diciembre 2009 (5.61%)<sup>17</sup>.

**SISTEMA BANCARIO  
TASAS DE INTERÉS ACTIVA Y PASIVA PROMEDIO PONDERADO EN M/N  
Enero 2005 - Abril 2010<sup>a/</sup>**



a/ Al 29 de abril.  
FUENTE: Banco de Guatemala con base en información de la Superintendencia de Bancos.

Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda nacional disminuyó 0.12 puntos porcentuales, al pasar de 7.96 puntos porcentuales en diciembre de 2009 a 7.84 puntos porcentuales el 29 de abril de 2010.

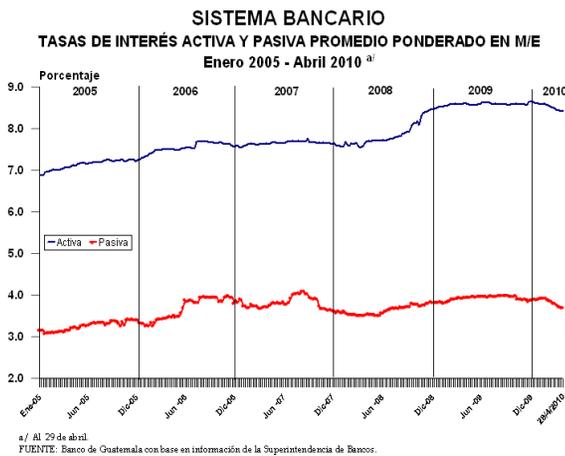
<sup>16</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2009, registró un nivel de 12.13%, mientras que al 29 de abril de 2010 se situó en 12.03%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés activa se ubicó en 14.29%, en tanto que al 29 de abril de 2010 se situó en 14.27%. 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 29 de abril de 2010 se situó en 24.57%.

<sup>17</sup> 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 29 de abril de 2010, registró un nivel de 5.25%, 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 29 de abril de 2010 se ubicó en 5.97%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2009, la tasa de interés pasiva se situó en 7.17%, mientras que al 29 de abril de 2010 se ubicó en 7.25%.

## b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado durante el período enero-abril de 2010 exhibieron un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia la baja. En efecto, al 29 de abril, la tasa de interés activa se situó en 8.41%, inferior en 0.23 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2009 (8.64%)<sup>18</sup>. Por su parte, la tasa de interés pasiva también mostró una disminución, al pasar de 3.88% en diciembre de 2009 a 3.69% al 29 de abril de 2010<sup>19</sup>.

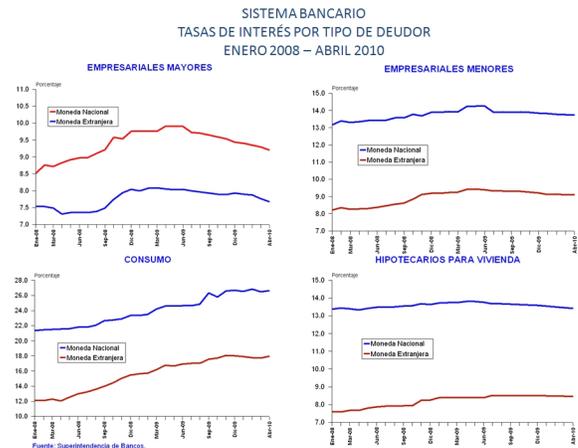
Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera disminuyó 0.04 puntos porcentuales, al pasar de 4.76 puntos porcentuales en diciembre de 2009 a 4.72 puntos porcentuales el 29 de abril de 2010.



## 2. Tasas de interés por tipo de deudor

Durante el período de diciembre de 2009 a abril de 2010, las tasas de interés promedio ponderado por tipo de deudor únicamente se incrementaron para la categoría de microcréditos tanto en moneda nacional como 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 abril 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.



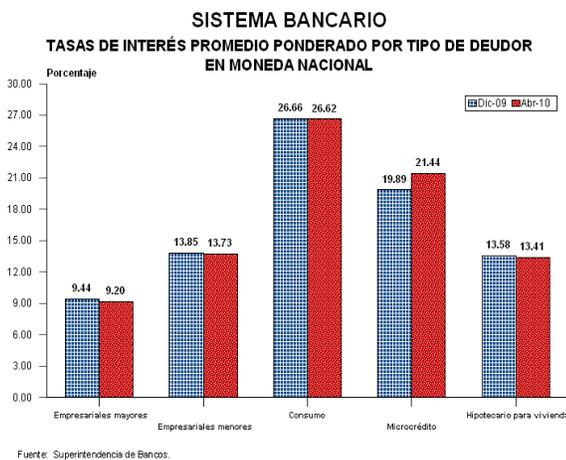
Diferente escenario se observa en la dinámica de los bancos medianos y pequeños, quienes compiten en el segmento de créditos para el consumo, principalmente, en donde se observa un crecimiento de la tasa de interés de consumo, explicado por un lado, por la limitada participación de mercado de estas entidades en la colocación de crédito y, por el otro, por el mayor riesgo crediticio asumido por dichos bancos. Respecto a las tasas de interés de los créditos hipotecarios para vivienda, éstas han mostrando una relativa estabilidad a lo largo del período.

<sup>18</sup> 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 29 de abril de 2010 fue de 7.72%. 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 29 de abril de 2010 se situó en 9.78%. 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 29 de abril de 2010 se situó en 12.97%.

<sup>19</sup> 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 29 de abril de 2010 fue de 3.29%. En cuanto a la de los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, fue de 4.09%, en tanto que al 29 de abril de 2010 se ubicó en 3.93%. 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 29 de abril de 2010 se situó en 5.54%.

**a) En moneda nacional**

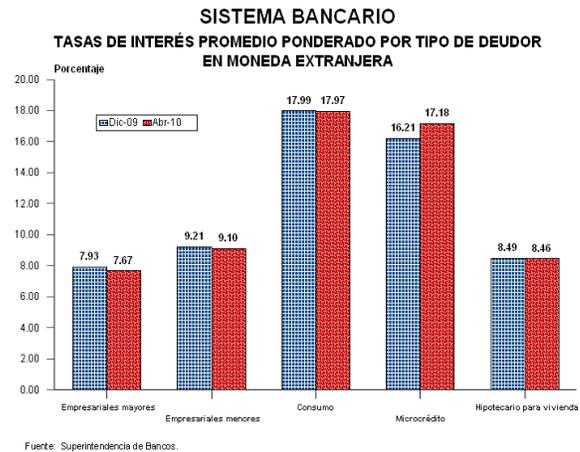
Según información proporcionada por la Superintendencia de Bancos, de diciembre de 2009 a abril de 2010 las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario aplicadas a la cartera de créditos por tipo de deudor registraron un comportamiento con una leve tendencia hacia la baja, excepto en los microcréditos, en donde se observa incremento. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.44% a 9.20%; la de empresariales menores disminuyó de 13.85% a 13.73%; 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 13.41%. Por otra parte, la de los microcréditos aumentó de 19.89% a 21.44%<sup>20</sup>.



**b) En moneda extranjera**

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de diciembre de 2009 a abril de 2010, exhibieron una tendencia hacia la baja, con excepción de las tasas aplicadas a los microcréditos. En efecto, a abril de 2010 la tasa de interés del crédito a deudores empresariales mayores se ubicó en 7.67% (7.93% a diciembre); la de créditos empresariales

menores se situó en 9.10% (9.21% a diciembre); la de los créditos para consumo fue de 17.97% (17.99% a diciembre); y, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda fue de 8.46% (8.49% a diciembre). Por otra parte, la tasa aplicada al microcrédito aumentó al ubicarse en 17.18% a abril de 2010 (16.21% a diciembre)<sup>21</sup>.



**3. Tasa de interés líder de la política monetaria**

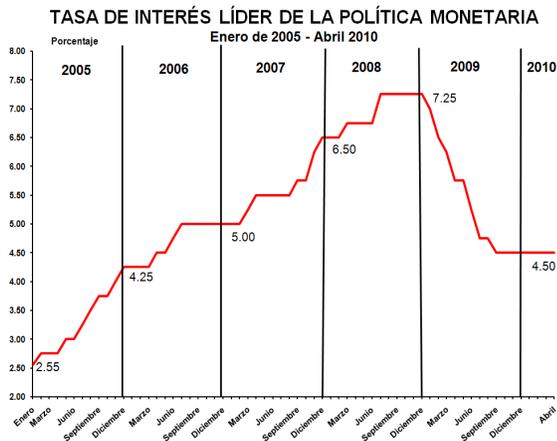
Durante el período comprendido de enero a abril de 2010, la Junta Monetaria, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados de los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y la orientación de las variables indicativas, con base en el análisis integral de la coyuntura interna y externa, decidió en las sesiones del 10 de febrero, del 24 de marzo y del 28 de abril, 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 cuatro meses del año fueron: 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

<sup>20</sup>Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a abril de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 9.02%, la de los bancos medianos fue de 9.23% y la de los bancos pequeños fue de 11.93%. Por su parte, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 13.77%, por los bancos medianos fue de 13.68% y la de los bancos pequeños fue de 13.42%. 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 16.56%, la tasa de los bancos medianos fue de 34.92% y la de los bancos pequeños se ubicó en 47.68%. La tasa aplicada al microcrédito fue de 17.26% por los bancos grandes, 25.15% por los bancos medianos; y, 33.69% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 14.21%, por los bancos medianos 12.03%, mientras que por los bancos pequeños de 12.37%.

<sup>21</sup> Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a abril de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes, fue de 7.47%, la de los bancos medianos fue de 8.21% 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 8.67%; por los bancos medianos de 9.55% y la de los bancos pequeños de 10.79%. Por su parte, la tasa aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes, fue de 10.54%, por los bancos medianos fue de 21.82% y la de los bancos pequeños, fue de 25.44%. Por otro lado, la tasa aplicada al microcrédito fue de 12.30% por los bancos grandes, 27.79% por los bancos medianos; y, 12.22% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 8.50%, por los bancos medianos 8.39%, mientras que por los bancos pequeños 10.09%.

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 del margen de tolerancia de la meta establecida.



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 52.0% (período de enero de 2009 a mayo de 2010). La correlación fue más significativa para los bancos grandes (73.7%), 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 (34.4% al 30 de abril de 2010).

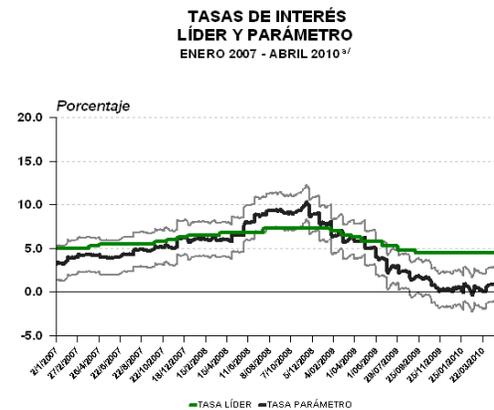
Por su parte, las tasas de interés activas de los bancos medianos y pequeños evidencian una correlación negativa con la tasa de interés líder de -31.2% y -43.5%, respectivamente, lo que se asocia al mayor nivel de riesgo que han asumido, principalmente en el otorgamiento de créditos al consumo que, como se mencionó, debilita el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

#### 4. 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 29 de abril de 2010, la tasa de interés parámetro se situó en 0.84% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 2.82% y -1.14%, 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.



<sup>17</sup> Cifras al 29/04/2010  
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 29 de abril 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 monetaria<sup>22</sup>.

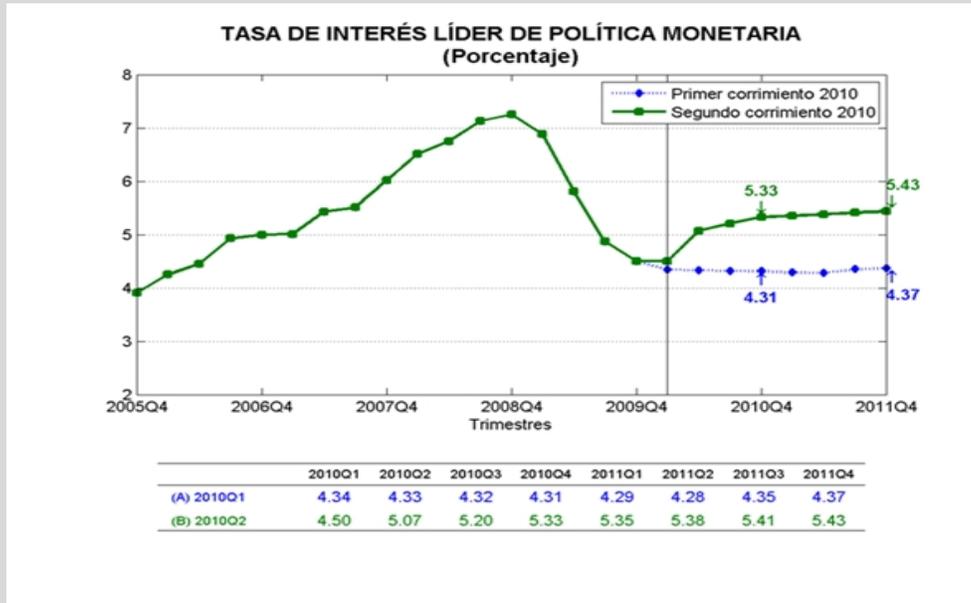
---

<sup>22</sup> 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 aquellas que lo excluyen.

**RECUADRO 3  
TASA DE INTERÉS DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL**

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.

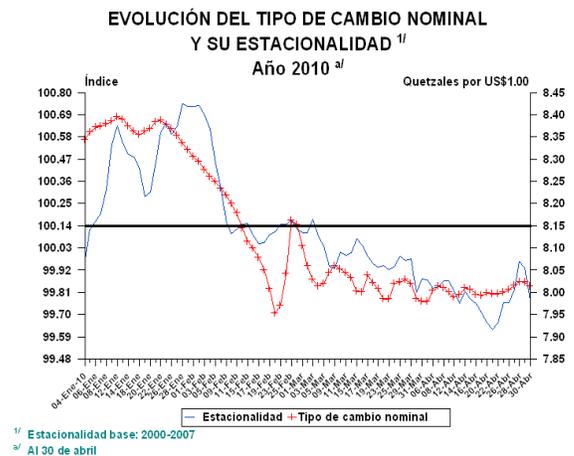
En la gráfica siguiente se ilustra que la tasa de interés líder de política monetaria compatible con el pronóstico del MMS generado en el segundo corrimiento de 2010 (línea continua) presenta una ligera tendencia al alza, pasando de un valor observado de 4.50% en el cuarto trimestre de 2009 a un valor de 5.33% en el cuarto trimestre de 2010 para luego ascender levemente hasta alcanzar un valor de 5.43% a finales de 2011, siendo dichas tasas del segundo corrimiento mayores que las prescritas en el primer corrimiento del MMS en 2010.



**D. COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO**

En el primer cuatrimestre del presente año, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación de Q0.337 (4.03%), al pasar de Q8.34950 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2009 a Q8.01270 por US\$1.00 el 30 de abril 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 cuatrimestre 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.



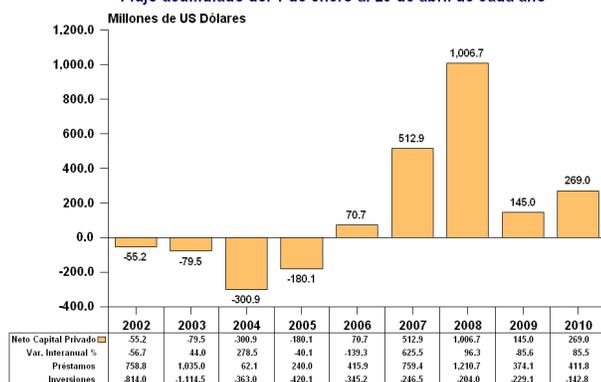
En adición a su patrón estacional, el comportamiento del tipo de cambio nominal puede explicarse fundamentalmente por la evolución de los flujos de capital privado y las expectativas de los

agentes económicos. En efecto, según datos de la balanza cambiaria, los flujos de capital privado se incrementaron de US\$145.0 millones en 2009 a US\$269.0 millones en 2010, en el período comprendido del 1 de enero al 29 de abril 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 10.1% respecto del flujo observado a la misma fecha de 2009<sup>23</sup>.

### CUENTA CAPITAL PRIVADO

(Ingresos-Egresos)

Flujo acumulado del 1 de enero al 29 de abril de cada año



Cabe enfatizar que las expectativas tienden a distorsionar un precio macroeconómico, como el tipo de cambio nominal, cuando refuerzan movimientos en dicho precio que se sustenten sólo en la dinámica reciente del precio en cuestión y no en el comportamiento de sus determinantes fundamentales. Se considera que las expectativas de apreciación cambiaria para este cuatrimestre surgieron como consecuencia de una mejor percepción respecto del desempeño esperado de la economía mundial para 2010 y sus efectos positivos en la economía nacional. El resultado de tales expectativas se evidencia en el episodio de rápida apreciación y súbita depreciación que se observó en el mercado cambiario en febrero de 2010.

En el contexto descrito, 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 cuatrimestre 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).

### V. SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las finanzas públicas han experimentado retos importantes asociados tanto al contexto económico adverso como a tres factores que dificultaron la gestión de la política fiscal: El primer factor obedeció a la drástica caída en los ingresos tributarios en 2009 (17.3% respecto de lo presupuestado), lo que generó una brecha de financiamiento significativa (cerca de Q6.6 millardos); un segundo factor tiene que ver con el hecho de que no se aprobaron las Disposiciones Complementarias para la Modernización del Sistema Tributario Indirecto y Aduanero, que incluía el Impuesto Específico a la Primera Matrícula de Vehículos Automotores Terrestres, el fortalecimiento del Código Tributario y la modernización del marco legal del Sistema Aduanero Nacional; el tercer factor se refiere a la no aprobación del Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010, lo cual plantea dos desafíos importantes para la gestión de las finanzas públicas. Primero, la existencia de una brecha de financiamiento de Q6.8 millardos entre la estimación actual de ingresos fiscales para 2010 y lo contemplado en el presupuesto vigente. Sin embargo, en virtud de la aprobación reciente por parte del Congreso de la República de la emisión, negociación y colocación de bonos del tesoro por Q4,500.0 millones<sup>24</sup> y la obtención de recursos provenientes de préstamos externos, la brecha financiera se reduce y la orientación moderadamente anticíclica de la política fiscal para lo que resta del año dependerá del ritmo de colocación de los referidos bonos y de la ejecución presupuestaria, de que se concreten las fuentes de financiamiento provenientes de los préstamos externos y de que los ingresos tributarios continúen evolucionando favorablemente.

Segundo, la necesidad de ajustar el nivel de gasto en la misma proporción que la brecha de financiamiento, lo que implicaría desatender gastos de funcionamiento prioritarios y contener la inversión pública.

<sup>23</sup> Por su parte, la cuenta corriente de la balanza cambiaria al 29 de abril de 2010 registró un déficit de US\$111.0 millones (superávit de US\$296.4 millones a la misma fecha del año anterior).

<sup>24</sup> Decreto número 19-2010 del Congreso de la República de Guatemala.

**RECUADRO 4  
ACUERDO GUBERNATIVO NÚMERO 356-2009**

De conformidad con los considerandos del Acuerdo, el proyecto de presupuesto general de ingresos y egresos del Estado para el año 2010 no fue aprobado por el Congreso de la República, y que 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 un monto de Q49,723.1 millones, el cual fue ampliado mediante el Decreto Número 26-2009 por la cantidad de Q308.8 millones, ascendiendo el presupuesto en vigencia para 2009 a Q50,031.907 millones, monto que deberá regir para el Ejercicio Fiscal 2010.

Tales considerandos indican que al no haber sido aprobado el presupuesto para 2010 se contará con menos ingresos que los requeridos para ejecutar el presupuesto aprobado para 2009; en ese sentido, el artículo 28 de la Ley Orgánica del Presupuesto establece que cuando el comportamiento de los ingresos corrientes muestre una tendencia significativamente inferior a las estimaciones contenidas en el presupuesto general de ingresos y egresos del Estado, el Ministerio de Finanzas Públicas deberá realizar los ajustes pertinentes en el presupuesto, incluyendo el recorte e inmovilización de créditos o el cambio de fuentes de financiamiento de asignaciones presupuestarias.

Por lo anterior, mediante el Acuerdo se aprobó, entre otros, la distribución analítica del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010; se establecieron normas de control y contención del gasto público; y, cuotas financieras para el primer cuatrimestre de 2010, en consideración a la disponibilidad estimada de recursos para financiar el gasto.

**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 abril de 2010 registró un déficit fiscal de Q565.4 millones, equivalente a 0.2% del PIB (déficit de Q1,062.5 millones a abril de 2009, equivalente a 0.3% del PIB). Cabe indicar que a abril del presente año se registró un superávit primario<sup>25</sup> de 0.3% del PIB (superávit primario de 0.1% a abril de 2009), como resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q1,672.2 millones del gasto total, se genera un superávit por Q1,106.8 millones (superávit de Q388.8 millones a abril de 2009) y un ahorro corriente de Q1,961.8 millones. Lo anterior es reflejo, principalmente, de los mayores gastos de operación del Gobierno Central.

Los ingresos totales a abril de 2010 registraron un monto de Q12,651.6 millones, superior en Q1,058.7 millones (9.1%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 30.7% en relación al total presupuestado para 2010 (28.2% en 2009). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q11,928.9 millones, monto superior en Q932.6 millones (8.5%) al registrado a abril de 2009. Dicho aumento se explica por una mayor recaudación de impuestos indirectos (Q715.2 millones) respecto a abril 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 alcanzaron un monto de Q5,454.9 millones, superior en Q643.4 millones 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 Q485.6 millones (18.0%) respecto a abril de 2009, lo que denota el proceso de recuperación económica del país.

Los gastos totales a abril de 2010 registraron un monto de Q13,217.0 millones, mayores en Q561.6 millones (4.4%) respecto al observado en igual período de 2009.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q10,522.8 millones, mayores en Q1,356.0 millones (14.8%) a los del mismo período del año anterior, como resultado de los mayores gastos de operación (Q818.8 millones), de transferencias corrientes (Q316.3 millones) y de intereses de la deuda pública (Q220.9 millones).

Los gastos de capital se situaron en Q2,694.2 millones, menores en Q794.4 millones (22.8%) a los registrados en igual período de 2009, como resultado de los menores gastos de inversión directa por Q731.8 millones y de inversión indirecta por Q62.6 millones, la contención de los gastos de capital está asociada al retraso en la emisión, negociación y colocación de Bonos del Tesoro para el presente ejercicio fiscal que financiaría parte de dichos gastos.

El financiamiento externo neto fue positivo en Q3,081.9 millones, como resultado de desembolsos

<sup>25</sup> El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.

por Q3,854.3 millones<sup>26</sup> y amortizaciones por Q772.4 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto fue negativo en Q717.9 millones, debido a amortizaciones por el mismo monto.

El comportamiento de los ingresos, de los gastos y del financiamiento generó, a abril de 2010, un aumento en la caja fiscal de Q1,798.6 millones, como se ilustra en el cuadro siguiente.

**GOBIERNO CENTRAL**  
**SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS**  
**A ABRIL 2009-2010**  
En millones de quetzales-

CONCEPTO	2009	2010 <sup>P/</sup>	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>11,592.9</b>	<b>12,651.6</b>	<b>1,058.7</b>	<b>9.1</b>
A. Ingresos	11,418.4	12,493.0	1,074.6	9.4
1. Ingresos Corrientes	11,409.1	12,484.6	1,075.5	9.4
a. Tributarios	10,996.3	11,928.9	932.6	8.5
b. No Tributarios	412.8	555.7	142.9	34.6
2. Ingresos de Capital	9.3	8.4	-0.9	-9.7
B. Donaciones	174.5	158.6	-15.9	-9.1
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>12,655.4</b>	<b>13,217.0</b>	<b>561.6</b>	<b>4.4</b>
A. Funcionamiento	9,166.8	10,522.8	1,356.0	14.8
B. Capital	3,488.6	2,694.2	-794.4	-22.8
<b>III. Déficit o Superávit Fiscal</b>	<b>-1,062.5</b>	<b>-565.4</b>	<b>497.1</b>	<b>-46.8</b>
<b>IV. Ahorro en Cuenta Corriente</b>	<b>2,242.3</b>	<b>1,961.8</b>	<b>-280.5</b>	<b>-12.5</b>
<b>V. Financiamiento</b>	<b>1,062.5</b>	<b>565.4</b>	<b>-497.1</b>	<b>-46.8</b>
A. Financiamiento Externo Neto	2,320.5	3,081.9	761.4	32.8
B. Financiamiento Interno Neto	1,162.4	-717.9	-1,880.3	-161.8
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,420.4	-1,798.6	621.8	-25.7

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>P/</sup> Cifras preliminares.

**VI. LA INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE**  
**A. RITMO INFLACIONARIO TOTAL**

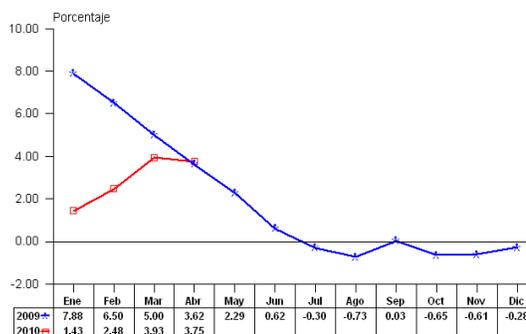
El Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), al 30 de abril de 2010 muestra que el ritmo inflacionario se situó en 3.75%, porcentaje por debajo de la meta para 2010 de 5.0% +/- 1.0 punto porcentual.

El ritmo inflacionario muestra una tendencia al alza que se explica por una combinación de factores, entre los que destacan el incremento en los precios internacionales de las materias primas. En efecto, la recuperación económica mundial ha repercutido en el incremento de los precios internacionales de algunas materias primas, como es el caso del azúcar y

principalmente del petróleo y sus derivados, insumos importantes en el proceso productivo del país, los cuales han mantenido una tendencia al alza desde el primer trimestre de 2009, situándose en niveles superiores a los observados cuando inició la crisis mundial. En lo que respecta al promedio del precio internacional del barril de petróleo, en el período enero-abril de 2010, éste se situó en US\$80.18, registrando un incremento de 78.97% en comparación con igual período de 2009; por su parte, en términos interanuales éste presenta un incremento de 69.31%, debido al aumento de la demanda mundial de petróleo.

En lo que respecta a los factores internos, la tendencia al alza observada en el ritmo inflacionario fue influenciada por: a) la sequía por la que atravesó el país en 2009 que afectó los precios algunos vegetales y legumbres; y, b) el comportamiento al alza de las expectativas de inflación. Adicionalmente, derivado tanto de factores internos como externos, también se observó el ajuste a la tarifa de electricidad.

**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
RITMO INFLACIONARIO  
AÑOS: 2009 - 2010

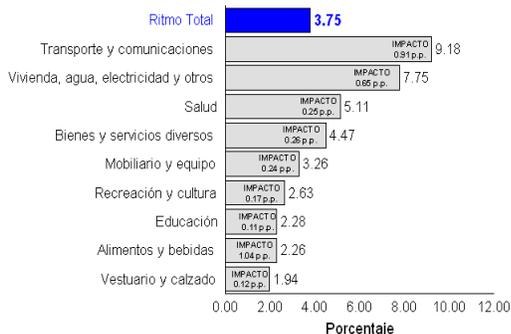


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

A abril de 2010, las nueve divisiones de gasto que componen la estructura de gasto del IPC, registraron variaciones positivas, destacando las divisiones de *Transporte y comunicaciones* que registró un ritmo interanual de 9.18%; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, 7.75%; y, la división de *Salud* con una variación interanual de 5.11%. 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, al ubicarse en 1.04 puntos porcentuales.

<sup>26</sup> Sobresalen los desembolsos siguientes: a) Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$200.0 millones (equivalentes a Q1,677.0 millones) correspondientes al "Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional"; b) Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$150.0 millones (equivalentes a Q1,253.1 millones) correspondientes al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas"; y, c) Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por US\$72.7 millones (equivalentes a Q583.3 millones) correspondientes al "Programa de Apoyo al Registro Nacional de las Personas".

**RITMO INFLACIONARIO  
Y VARIACIÓN INTERANUAL POR DIVISIÓN DE GASTO  
A ABRIL 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 2.26%. 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, el alza observada en el grupo de gasto *Hortalizas, legumbres y tubérculos* se deriva de los daños en la producción causados por factores climáticos. En lo que respecta a los grupos de gasto *Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas*; los aumentos de precios obedecieron al incremento en la tarifa del servicio de electricidad y del precio del gas propano; y, en el caso de las *Carnes*, el incremento obedeció al alza en el precio del pollo asociado a un incremento en sus costos de producción.

Por su parte, la división de gasto *Transporte y comunicaciones* (ponderación 10.92%), registró a abril de 2010 un incremento interanual de 9.18%. Destaca en dicho comportamiento el incremento en el precio medio de la *Gasolina*, asociado al alza en el precio internacional del petróleo; el aumento en el *Transporte aéreo*; y, el incremento en la tarifa del *Transporte extraurbano*.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%) registró una variación interanual de 7.75%, asociada al incremento en el precio medio del *Gas propano*, como resultado del comportamiento del precio internacional del petróleo y de sus derivados; del *Servicio de electricidad*, derivado del ajuste tarifario correspondiente al trimestre de febrero a abril de 2010; y, de los *Alquileres reales de vivienda*.

La división de *Salud* (ponderación 5.48%) registró a abril de 2010 un incremento interanual de 5.11%, destacando en dicho comportamiento el

incremento en el precio medio de los *Servicios médicos y paramédicos, hospitalarios y no hospitalarios*, así como del aumento en los precios de los *Productos farmacéuticos*, asociado al incremento de los precios de las materias primas importadas.

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 abril 2010**

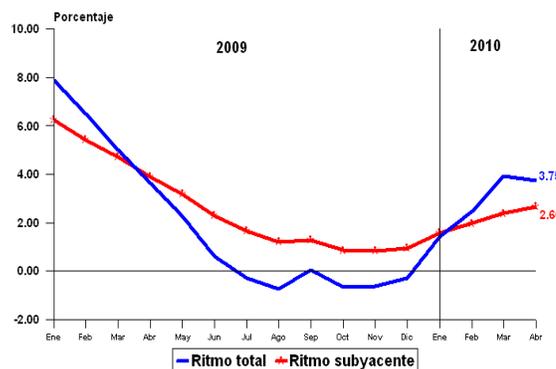
DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	ABRIL 2009	ABRIL 2010	RITMO INFLACIONARIO 1/
<b>ÍNDICE GENERAL</b>				
	100.00	180.78	187.56	3.75
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	216.94	221.84	2.26
2. Vestuario y calzado	7.94	136.92	139.57	1.94
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	152.85	164.69	7.75
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	164.64	170.00	3.26
5. Salud	5.48	160.83	169.05	5.11
6. Transporte y comunicaciones	10.92	164.51	179.61	9.18
7. Recreación y cultura	6.83	169.82	174.28	2.63
8. Educación	5.60	155.41	159.95	2.28
9. Bienes y servicios diversos	8.53	159.11	166.23	4.47

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

**B. INFLACIÓN SUBYACENTE**

En términos generales, la inflación subyacente<sup>27</sup> reflejó en abril de 2010 una variación interanual de 2.66%, inferior en 1.09 puntos porcentuales respecto del ritmo inflacionario total (3.75%).

RITMO INFLACIONARIO TOTAL Y RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE  
AÑOS 2009 - 2010



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

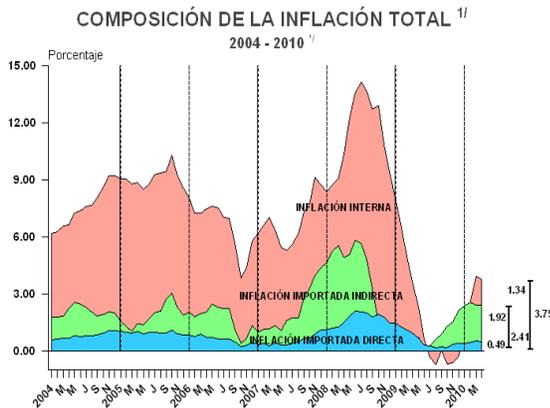
<sup>27</sup> El método utilizado para calcular la inflación subyacente en Guatemala excluye los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, con variaciones tanto positivas como negativas, que superen dos desviaciones estándar, y busca una aproximación al nivel de inflación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

El hecho de que el incremento en la inflación subyacente sea menor que el de la inflación total implica que las presiones de demanda agregada estuvieron contenidas en el primer cuatrimestre de 2010.

### C. 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.

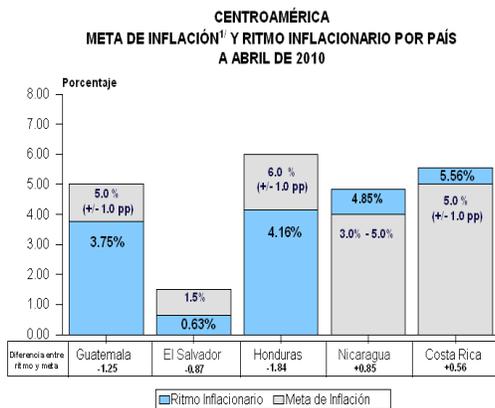
En abril de 2010, la inflación importada se ubicó en 2.41 puntos porcentuales, de los cuales 0.49 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa y 1.92 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta.



1/ Incluye el impacto generado por el precio internacional del maíz y del trigo.  
 1/ Datos preliminares a abril de 2010.  
 Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de Guatemala.

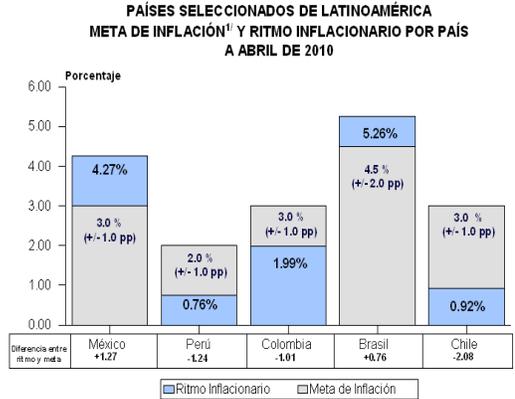
### D. INFLACIÓN EN OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN

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



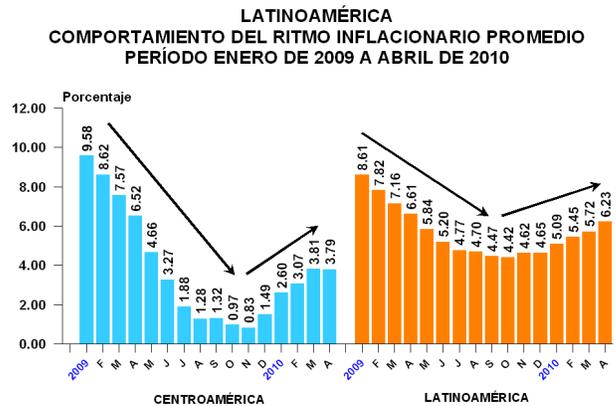
1/ Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. En los casos de El Salvador y de Nicaragua, corresponde a proyecciones de los respectivos bancos centrales.  
 pp = puntos porcentuales.

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, 0.76%; Colombia, 1.99%; y, Chile, 0.92%.



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 octubre pasado.



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

## VII. LOS PRONÓSTICOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

### A. RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE PROYECTADO Y RITMO INFLACIONARIO TOTAL PROYECTADO

De conformidad con las proyecciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos del Banco Central, con base en información observada a abril de 2010 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, para diciembre del presente año el ritmo inflacionario

subyacente se ubicaría en 4.86%, mientras que para finales de 2011 se proyecta un ritmo inflacionario subyacente de 4.68%.

Las proyecciones para diciembre del presente año para el ritmo inflacionario total lo ubican en 6.11%, valor por encima de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria para 2010 (5.0% +/- 1 punto porcentual). Para finales de 2011 se proyecta un ritmo inflacionario total de 5.84%, valor que se sitúa dentro de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

## **B. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)**

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en su segundo corrimiento de 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 segundo corrimiento del MMS en 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 6.20%; mientras que para el cuarto trimestre de 2011 es de 6.25%.

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 16.23% y 23.47%, 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.

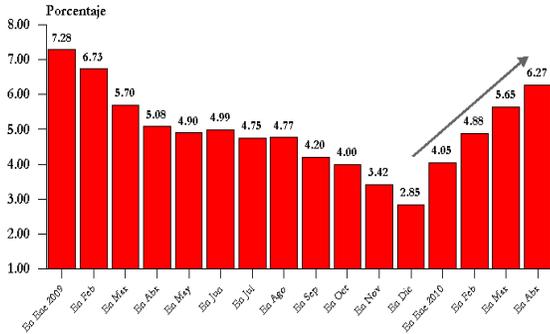
Por lo tanto, las decisiones de política monetaria adoptadas por la Junta Monetaria del Banco de Guatemala, deben ser adoptadas con el objeto de mantener la inflación dentro del rango meta establecido (5% +/- 1 punto porcentual), evaluando la trayectoria de las expectativas de inflación y analizando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

## **C. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS**

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en abril de 2010, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se situará en 6.27%, porcentaje superior en 3.42 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2009 (2.85%) y fuera de la meta de

inflación determinada para 2010 (5.0% +/- 1 punto porcentual).

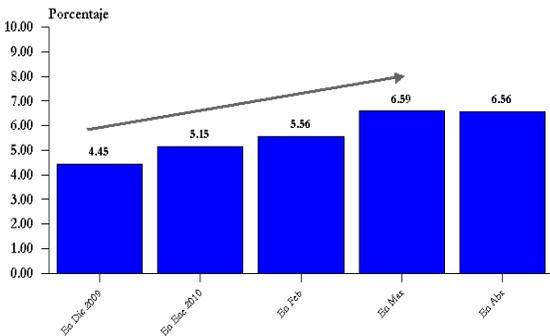
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010



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 abril de 2010 estima un ritmo inflacionario de 6.56%, porcentaje superior en 2.11 puntos porcentuales al proyectado en diciembre de 2009 y se ubica por arriba de la meta de inflación establecida para el referido año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011



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

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

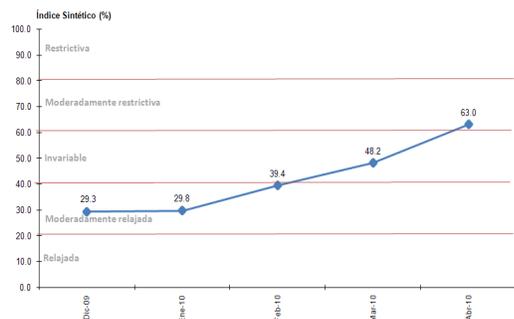
El seguimiento de las variables indicativas con un enfoque prospectivo se hace mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables.

El índice sintético incorpora en un indicador, para cada una de cinco categorías de orientación<sup>28</sup>, 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. Para el 30 de abril de 2010, el 11.00% de dichas variables indica una orientación de política monetaria relajada, mientras que el 23.00% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente relajada; en tanto que el 43.14% sugiere una orientación de política restrictiva y el 10.86% una orientación de política moderadamente restrictiva.

ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN		
ORIENTACIÓN	Al 31/12/2009 (%)	Al 30/04/2010 (%)
Relajada	29.00	11.00
Moderadamente relajada	42.00	23.00
Invariable	12.00	12.00
Moderadamente restrictiva	17.00	10.86
Restrictiva	0.00	43.14
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

Complementariamente, se normalizaron los diferentes porcentajes que indican la proporción de variables indicativas que sugieren las diferentes orientaciones de política monetaria y se obtuvo un índice sintético que fluctúa entre 0 y 100. A mayor (menor) valor del índice sintético, la proporción de variables indicativas que sugiere restringir la política monetaria es mayor (menor). En la siguiente gráfica se presenta la orientación global de dicho índice a abril de 2010.

<sup>28</sup> 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 DE VARIABLES INDICATIVAS  
DICIEMBRE 2009 - ABRIL 2010 <sup>a/</sup><sup>a/</sup> Al 30 de abril

### VIII. TERCERA REVISIÓN DEL ACUERDO *STAND-BY* CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

En lo relativo al Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional, la tercera revisión realizada en mayo refleja que se cumplieron los criterios cuantitativos de desempeño y las metas estructurales contenidos en el referido acuerdo. El FMI destacó que la recuperación de la economía guatemalteca está en marcha, dado que se está produciendo un repunte gradual de la demanda interna, del comercio internacional y de los flujos de capital privado, lo cual permite proyectar un crecimiento económico para 2010 mayor; que las reservas internacionales netas están aumentando y que el quetzal se ha mantenido estable; que el sistema financiero permanece sólido; que aún no se observa una aceleración del crédito al sector privado a pesar de los excedentes de liquidez; y, que la inflación se ha elevado, principalmente como resultado de aumentos puntuales en los precios de los alimentos y la electricidad, por efectos de la sequía y del incremento en el precio internacional del petróleo y derivados, pero se espera que se sitúe dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para 2010.

### IX. AVANCES EN LOS AJUSTES A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Banco de Guatemala, al proponer a la Junta Monetaria la Política Monetaria Cambiaria y Crediticia para 2010, contempló la incorporación de ajustes a los procedimientos operativos de la política monetaria; dicha propuesta implica la adopción de un esquema diferente para la implementación de la tasa de interés líder de la política monetaria. El objetivo final de la misma es llegar a definir la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de un día (*overnight*) y las operaciones de estabilización monetaria de corto

plazo realizarlas al plazo de un día, con tasas de interés de inyección y de neutralización de liquidez alrededor de la tasa de interés líder, lo cual contribuiría a minimizar la volatilidad de las tasas de interés relevantes en el mercado interbancario al plazo de un día.

Durante el primer cuatrimestre de 2010 se han realizado diversas acciones orientadas al logro de los objetivos descritos, entre las que destacan la conformación de una comisión que tiene a su cargo el diseño, el desarrollo y la implementación de los ajustes; las modificaciones a los sistemas informáticos, como el Sistema Electrónico Integrado de Títulos Valores, la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y el Sistema de Información Contable y Financiera; y, el desarrollo e implementación del Sistema de Operaciones de Inyección de Liquidez.

Por otra parte, se está elaborando una metodología que permita al Banco Central una valoración de garantías mediante el establecimiento a precios de mercado y la aplicación de un descuento (*haircut*) para cubrir el riesgo de mercado.

### X. MEDIDAS DE REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

#### A. ASPECTOS GENERALES

Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su siglas en inglés) el término macroprudencial tiene su origen a finales de los años 70's, cuando se discutió la necesidad de recopilar datos sobre la transformación de vencimientos en los préstamos bancarios internacionales. Sin embargo, es hasta la reciente crisis financiera internacional en donde dicho término logra mayor aceptación debido, en parte, a que constituye un elemento clave en las políticas de respuesta a la reciente crisis. En efecto, en la declaración del G20 sobre el fortalecimiento del sistema financiero se estipula claramente que se modificarán los sistemas regulatorios para que las autoridades sean capaces de identificar y tomar en cuenta los riesgos macroprudenciales en el sistema financiero, por lo que es importante garantizar un equilibrio adecuado entre la regulación macroprudencial y microprudencial. Aún cuando existe consenso en la necesidad de un nuevo marco de estabilidad financiera global, que incluya aspectos relacionados con el riesgo sistémico, todavía se encuentra en discusión la manera de hacerlo.

El punto de partida lo constituye una definición común del término macroprudencial. En un sentido estricto, muy cercano a su origen, el término macroprudencial se refiere al uso de herramientas prudenciales con el objetivo explícito de promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y no necesariamente de las instituciones individuales que lo forman. El enfoque macroprudencial se orienta a limitar



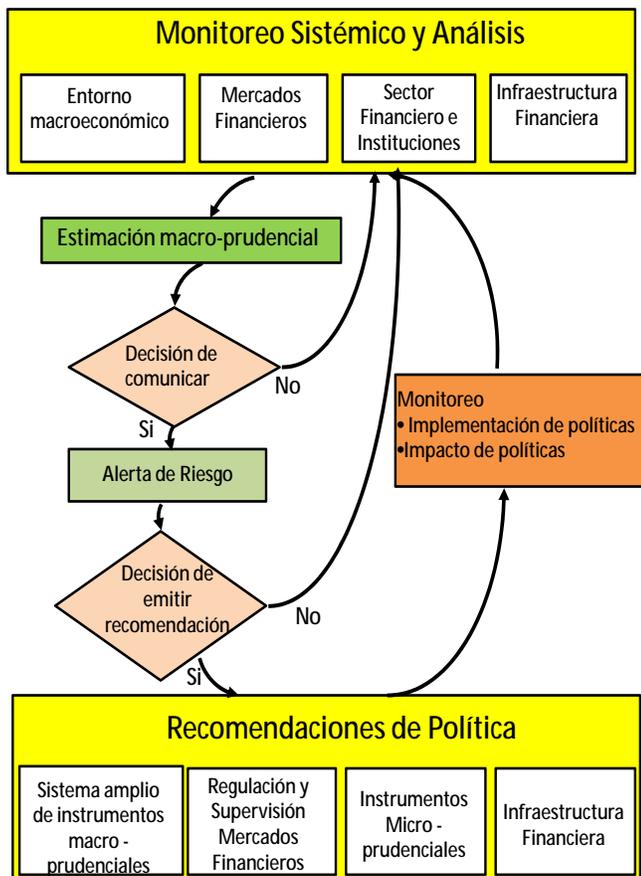
problemas a través del sistema financiero, considerando la contribución de cada una de las instituciones al riesgo del sistema y busca evitar los costos reales, en términos del producto interno bruto, como consecuencia de problemas sistémicos. Una de las lecciones que deja la crisis financiera internacional se refiere al hecho de que las políticas microprudenciales no son suficientes, ya que las instituciones recurren al arbitraje regulatorio por medio del apalancamiento, de la utilización de instrumentos fuera de balance y del uso de instrumentos especializados de inversión, lo cual afectó la transparencia del sistema. Por otro lado, los reguladores se centraron en la evaluación y seguimiento de las instituciones en forma individual, lo cual impidió detectar la acumulación de riesgos sistémicos.

Por su parte, el Fondo Monetario Internacional subraya la importancia de una política macroprudencial, la cual no debe sustituir a la implementación de políticas macroeconómicas sólidas, sino más bien complementarlas. Entre las medidas que se encuentran en discusión se refiere al tratamiento de la prociclicidad del sistema financiero, a la calibración de herramientas en función de la contribución de cada institución al riesgo sistémico y a las vulnerabilidades en la infraestructura del sistema financiero. Existe un consenso a nivel internacional en la necesidad de que el sistema bancario acumule excedentes en épocas de bonanza para utilizarlos en períodos de contracción, para ello podrían contribuir los requerimientos de capital anticíclicos, las reglas de conservación del capital, las provisiones dinámicas y el adecuado uso de los excedentes de liquidez. Además, el Fondo indica que también se necesita un enfoque macroprudencial en la formulación de políticas internacionales para restablecer la disciplina del mercado y defender los beneficios de la integración financiera, por lo que el reto consiste en agrupar estas reformas dentro de un marco integrado de política macroprudencial en el que la cooperación y la congruencia en el campo de la política económica deben trascender las fronteras.

El Banco de Pagos Internacionales mediante el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en diciembre de 2009, elaboró el documento consultivo con el propósito de fortalecer y promover la armonización internacional de la supervisión para el riesgo de liquidez mediante el establecimiento de un conjunto de normas reglamentarias e instrumentos de supervisión que monitoree la exposición a dicho riesgo de las entidades transfronterizas, así como la comunicación de estos riesgos entre los supervisores de distintos países. El documento desarrolla dos estándares regulatorios para el riesgo de liquidez, cada una de las cuales tiene objetivos específicos, aunque

complementarios. El primer objetivo es promover la capacidad de recuperación de la liquidez a corto plazo, al asegurar suficientes recursos líquidos de alta calidad para sobrevivir a una situación de estrés temporal y el segundo objetivo es promover la capacidad de recuperación de liquidez a largo plazo, al crear incentivos adicionales para que los bancos financien sus actividades con fuentes de financiamiento más estables.

Desde el punto de vista del banco central, el involucramiento en la política macroprudencial viene ligado al análisis macroeconómico, al conocimiento de los mercados y al entendimiento de las instituciones, lo que permite evitar grandes exposiciones en una crisis y entender de mejor manera como la inestabilidad financiera afecta el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La principal función del enfoque macroprudencial, como se puede observar en el esquema que se presenta a continuación, consiste en eliminar o mitigar el riesgo sistémico, por lo que es necesario realizar un análisis del entorno macroeconómico, de los mercados financieros, del sector financiero y de la infraestructura de dicho sector, con el fin de identificar vulnerabilidades que puedan dar origen a la pérdida de la estabilidad financiera o a un riesgo sistémico. Las recomendaciones de política pueden incluir un sistema amplio de instrumentos macroprudenciales, normas de regulación y supervisión de los mercados financieros, instrumentos microprudenciales y recomendaciones relacionadas con la infraestructura financiera.



Fuente: Banco de España

## B. EL CASO DE GUATEMALA

En Guatemala, la autoridad monetaria ha emitido disposiciones para fortalecer la administración de riesgos en las instituciones, considerando que es importante impulsar un marco regulatorio y de supervisión que promueva el desarrollo del sistema financiero guatemalteco conforme sanas prácticas de administración de riesgos y gobierno corporativo. En resolución JM-117-2009, del 2 de diciembre de 2009, se emitió el Reglamento para la Administración del Riesgo de Liquidez, el cual tiene por objeto regular los aspectos que, como mínimo, deben observar los bancos, sociedades financieras y las entidades fuera de plaza para que tengan la capacidad para fondear incrementos en sus activos y cumplir con sus obligaciones oportunamente, sin incurrir en costos financieros fuera del mercado. Por otro lado, considerando que los bancos, las sociedades

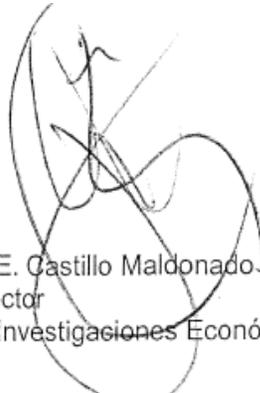
financieras y las entidades fuera de plaza o entidades *off-shore* y las empresas integrantes de un grupo financiero que otorguen financiamiento en moneda extranjera están expuestos al riesgo cambiario crediticio, toda vez que si ocurriera una variación adversa o depreciación del tipo de cambio nominal, los deudores que no generan divisas podrían enfrentar dificultades para atender el servicio o pago de sus obligaciones, la Junta Monetaria consideró necesario que dichas entidades implementen políticas y procedimientos tendentes a la adecuada administración del riesgo asumido, con el propósito que lo identifiquen, midan, monitoreen, controlen y prevengan. Por ese motivo, mediante la resolución JM-134-2009, del 16 de diciembre de 2009, estableció el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio, que norma la contingencia de que una institución tenga pérdidas como consecuencia del incumplimiento de los deudores en el pago de sus obligaciones crediticias en moneda extranjera, derivado de la incapacidad de éstos para generar flujos de fondos suficientes en moneda extranjera.



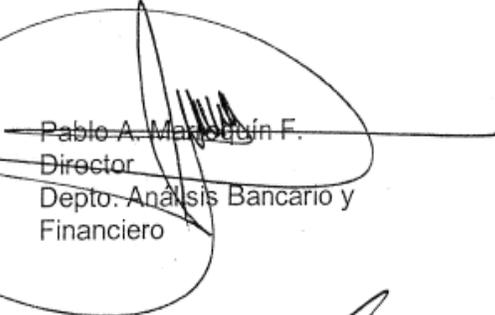
Atentamente,



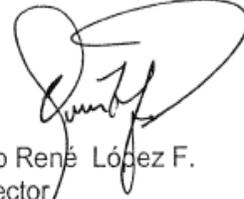
Juan Carlos Castañeda F.  
Director  
Depto. Estudios Económicos



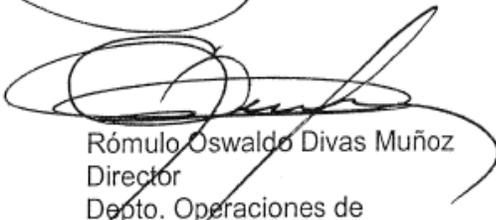
Carlos E. Castillo Maldonado  
Subdirector  
Depto. Investigaciones Económicas



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



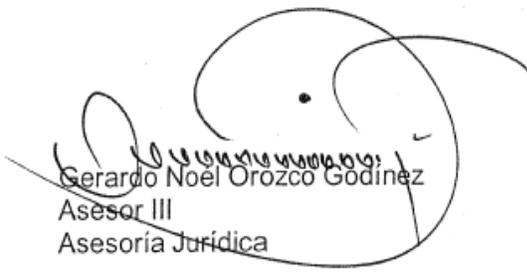
Otto René López F.  
Director  
Depto. Estadísticas Económicas



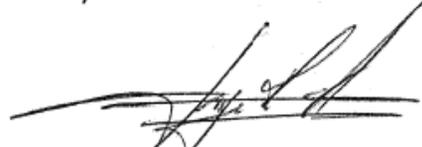
Rómulo Oswaldo Divas Muñoz  
Director  
Depto. Operaciones de  
Estabilización Monetaria



Edgar R. Lemus Ramírez  
Director  
Depto. Internacional



Gerardo Noel Orozco Godínez  
Asesor III  
Asesoría Jurídica



Sergio F. Recinos Rivera  
Gerente Financiero



F. Estuardo García Alburez  
Secretario



Oscar Roberto Monterroso Sazo  
Gerente Económico  
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 26 de mayo de 2010.



## **ANEXOS**



## ANEXO 1 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA

El análisis del programa monetario que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas monetarias del balance del Banco Central, que se presenta a continuación, se basa en la información observada al 31 de marzo de 2010 y se compara con la registrada al 31 de diciembre de 2009.

### PROGRAMA MONETARIO FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2009 AL 31 DE MARZO DE 2010 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	PROGRAMADO	OBSERVADO	DIFERENCIA
<b>I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS</b>	2,291	2,745	453
<b>US\$</b>	279	335	56
<b>II. ACTIVOS INTERNOS NETOS</b>	-2,566	-3,276	-710
<b>1. Posición con el Sector Público</b>	-2,357	-595	1,762
<b>1.1. Gobierno Central</b>	-1,992	-90	1,902
<b>1.2. Resto sector público</b>	-365	-505	-140
<b>2. Posición con bancos y financieras</b>	-513	-563	-50
<b>2.1. Crédito a bancos y financieras</b>	0	0	0
<b>2.2. Encaje remunerado y no remunerado</b>	-513	-563	-50
<b>3. Otros activos netos</b>	-495	154	649
<b>3.1. Gastos y productos</b>	79	143	63
<b>3.2. Activos netos no clasificados</b>	-574	11	585
<b>4. OEM con el Sector Privado</b>	800	-2,272	-3,073
<b>III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	-274	-532	-258
<b>OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público)</b>	434	-2,794	-3,228

#### A. MONETIZACIÓN EXTERNA

Al finalizar marzo la monetización de las RMIN reflejó un aumento de Q2,745.0 millones (US\$335.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior y superó en Q453.0 millones (US\$56.0 millones) el nivel programado, resultado, principalmente de las participaciones del Banco Central en el mercado institucional de divisas (US\$49.4) para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal.



### RECUADRO RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS

Al 30 de abril de 2010, las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) se ubicaron en US\$5,601.6 millones, monto mayor en US\$389.0 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\$476.9 millones (de los cuales: del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) US\$200.0 millones; del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) US\$150.0 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\$152.4 millones y pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$32.9 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\$34.6 millones (de los cuales US\$28.0 millones corresponden a los rendimientos netos por la inversión de las reservas de cartera, US\$6.1 millones corresponden a valorización neta por variaciones de precios realizadas del portafolio y US\$0.5 millones corresponden a intereses devengados no percibidos); los depósitos de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala por US\$7.6 millones; regalías por explotación de petróleo por US\$25.2 millones y otros egresos netos por US\$19.4 millones.

El monto actual de RMIN permitiría cubrir 5.2 meses de importaciones o el equivalente de 9.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país en un año (8.9 veces al 30 de abril de 2009) o el equivalente de 5.3 veces la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y las amortizaciones de la deuda pública externa en un año.

## B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

### 1. Posición con el sector público

De enero a marzo del presente año, el Gobierno Central incrementó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q90.0 millones, monto inferior en Q1,902.0 millones respecto a lo previsto en el programa monetario para dicho período y dicha diferencia refleja que no fue posible iniciar la colocación de Bonos del Tesoro en este trimestre, dado que el Congreso de la República no había aprobado dicha emisión. Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q505.0 millones, superior en Q140.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las mayores inversiones en DP por parte de las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

### 2. Posición con bancos y financieras

La posición con bancos y financieras registró un flujo de Q563.0 millones, monto superior en Q50.0 millones a lo programado para el primer trimestre de 2010 ante la expectativa de un crecimiento en las captaciones bancarias con el sector privado.

### 3. Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala en el primer trimestre fue monetizante en Q143.0 millones, superior a la monetización programada por Q79.0 millones, lo que significó una desviación de Q63.0 millones y obedece, principalmente, a los menores ingresos que por concepto de rendimiento de inversiones de las RMI se obtuvieron el dicho período.



#### 4. Operaciones de estabilización monetaria

El saldo total de las OEM registró un incremento de Q2,794.0 millones respecto del 31 de diciembre de 2009, menor en Q434.0 millones a lo programado.

#### C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2010

Tomando en cuenta que han cambiado los supuestos que dieron origen al programa monetario 2010, se hizo necesaria una revisión del mismo, para lo cual se consideraron los aspectos siguientes: a) la nueva estimación de crecimiento económico para 2010, la cual aumentó de un rango de entre 1.3% y 2.1% a otro de entre 1.7% y 2.5%, como resultado de las señales de recuperación económica mundial (excepto en la zona del Euro), de un cierto grado de recuperación económica en América Latina; y, de un mayor nivel de confianza en los mercados financieros internacionales; b) las estimaciones fiscales revisadas para 2010, debido al reordenamiento presupuestario, particularmente en lo referido a las fuentes de financiamiento; y, c) un aumento de las reservas monetarias internacionales, por el mayor financiamiento externo neto del Gobierno Central previsto para finales de año. Derivado de la revisión, las nuevas tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios quedarían así: a) emisión monetaria, 8.7% (8.2% en la estimación anterior); b) base monetaria amplia, 8.0% (7.1% en la estimación anterior); c) crédito bancario total al sector privado, 5.5% - 7.5% (6% - 8% en la estimación anterior); y, d) medios de pago totales, 10.5% - 12.5% (10% - 12% en la estimación anterior).

A continuación se presenta el programa monetario y fiscal revisado

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2010  
Millones de quetzales

Concepto	I TRIM Observado	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
<b>CUENTAS FISCALES</b>					
Ingresos	8,901	8,587	9,046	9,746	36,279
Egresos	10,107	11,171	13,201	11,900	46,378
Corrientes	7,761	8,792	9,709	8,957	35,220
Capital	2,346	2,378	3,492	2,943	11,158
Déficit (% del PIB)	1,206	2,584	4,155	2,153	10,098 3.1
Financiamiento externo neto	2,556	823	1,070	72	4,522
Financiamiento interno neto	-1,260	2,228	1,582	1,950	4,500
Variación de Caja	-90	-468	1,504	131	1,076
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>					
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>2,745</b>	<b>-188</b>	<b>-364</b>	<b>-1,127</b>	<b>1,065</b>
En US\$	335	-23	-44	-137	130
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-1,004</b>	<b>-992</b>	<b>598</b>	<b>216</b>	<b>-1,182</b>
1. Gobierno Central	-90	-468	1,504	131	1,076
2. Resto del sector público	-505	-58	26	357	-180
3. Posición con bancos	-563	-287	-404	-696	-1,950
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	-563	-287	-404	-696	-1,950
4. Otros Activos Netos	154	-178	-527	424	-128
Gastos y productos	143	143	96	148	530
Otros	11	-321	-624	276	-658
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>1,740</b>	<b>-1,180</b>	<b>234</b>	<b>-911</b>	<b>-116</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>-253</b>	<b>-564</b>	<b>337</b>	<b>2,272</b>	<b>1,791</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-1,993</b>	<b>616</b>	<b>103</b>	<b>3,183</b>	<b>1,907</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>-1,993</b>	<b>616</b>	<b>103</b>	<b>3,183</b>	<b>1,907</b>

## ANEXO 2 LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2010

Para 2010 se prevé que, con excepción de la actividad de la *Construcción*, cuya tasa continuarían siendo negativas, se proyectan crecimientos positivos para las actividades económicas y, en la mayoría de casos, superiores a las de 2009, como se describe a continuación.

En la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.4% en el PIB) se estima un crecimiento de 2.4%, superior al de 2009 (1.7%). Este comportamiento estaría influenciado, según apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores y del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), por un lado, por el incremento esperado en la producción de cultivos no tradicionales, particularmente de maíz, frijol, papa, hortalizas y frutas, así como en la cría de ganado bovino, porcino y en la de aves de corral; y, por el otro, por el comportamiento estimado en la producción de los cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo) que en conjunto, se espera registren una contracción, al pasar de 5.8% en 2009 a 2.2% en 2010.

En cuanto a la producción de café, se espera una caída de 4.0% en 2010 (-0.3% en 2009), lo que según apreciaciones de la Asociación Nacional de Café (ANACAFE), se deriva de un menor rendimiento en las áreas de cultivo, debido principalmente al cambio climático asociado al *Fenómeno del Niño*, así como a los mayores precios de algunos insumos, como los fertilizantes.

En la producción de banano, se espera un crecimiento de 11.0% (18.0% en 2009), dicha pérdida de dinamismo estaría asociada a un menor rendimiento de las áreas sembradas y a la normalización en el comportamiento de la demanda externa del producto, según información de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S. A. (Cobigua) y la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S. A. (Bandegua).

En lo relativo a la producción de cardamomo, se esperaría que el volumen de producción registre un aumento de 1.0% (0.5% en 2009), incremento explicado por las mejoras introducidas en el cultivo, debido al incentivo de mejores precios internacionales del mismo.

En cuanto a la producción de caña de azúcar, se estima un crecimiento de 1.0% (5.6% en 2009). De acuerdo a la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), dicha desaceleración estaría asociada, entre otros factores, al mantenimiento de las extensiones de área cultivada, por lo que el referido crecimiento estaría relacionado a mejoras en el rendimiento del cultivo.

En cuanto a la producción de maíz y de frijol, se estima que ambas crezcan 1.5% (-7.0% y -3.3%, en su orden en 2009). La producción de hortalizas y frutas se prevé crezca 1.7% y 8.4%, respectivamente; porcentajes superiores a los estimados en 2009 (-1.1% y 4.2%, en su orden). Según apreciaciones del MAGA, esto se asocia, principalmente, a las expectativas de un régimen lluvioso apropiado para el desarrollo de estos cultivos.

En cuanto a la cría de ganado bovino, porcino y de aves de corral, se espera un crecimiento de 2.5%, 2.7% y 2.5%, en su orden (0.7%, 1.5% y 1.7%, respectivamente en 2009). Según apreciaciones de la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat), de la Asociación de Porcicultores de Guatemala (Apogua) y del MAGA, el mayor dinamismo obedece, principalmente, a la recuperación de la demanda interna para este tipo de productos.

En el caso de la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB), se prevé un crecimiento de 0.1% (-1.1% en 2009), explicado, por un lado, por el crecimiento de 7.1% en la extracción de minerales metálicos (7.9% en 2009), ante el incentivo de mejores precios internacionales del oro y, por el otro, por la



disminución estimada de 3.6% en la extracción de piedra, arena y arcilla (-7.4% en 2009), asociada a los menores niveles de producción en la actividad de construcción, principal demandante de estos insumos, así como a la caída estimada de 6.9% en la extracción de petróleo (-4.4% en 2009), como resultado del agotamiento de los pozos.

Para la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.3% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 1.9% para 2010, mayor al estimado para 2009 (1.0%). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, a la recuperación prevista en la producción de textiles y prendas de vestir, la cual pasaría de una tasa de variación de -4.3% en 2009 a una de 1.3% en 2010. Según la Comisión de Vestuario y Textiles (Vestex) de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), dicho comportamiento estaría influenciado por la expectativa de una mayor demanda externa, como resultado de la reactivación económica mundial, en particular, la de los Estados Unidos de América, principal demandante de estos productos.

Asimismo, se prevé un incremento de 2.6% en la producción de alimentos, bebidas y tabaco (2.4% en 2009); explicado, por una parte, por el mayor dinamismo en la producción de bebidas gaseosas como consecuencia de la penetración a nuevos mercados (en Centroamérica y el Caribe) derivado de alianzas estratégicas de empresas nacionales con empresas extranjeras y, por la otra, por el incremento esperado en la demanda final de productos alimenticios, asociado a las expectativas de recuperación del ingreso de divisas por remesas familiares.

Para el caso de los otros productos manufacturados, se estima un leve incremento, como resultado de una mayor demanda esperada de productos químicos, de productos metálicos, de muebles, entre otros.

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.6% en el PIB), se espera un crecimiento de 2.0% (0.1% en 2009), derivado de las expectativas de recuperación de la demanda de energía eléctrica por parte de la mayoría de actividades económicas y de los consumidores finales.

En el caso de la actividad *Construcción* (con una participación de 3.0% en el PIB), se espera una menor contracción, al pasar de -13.4% en 2009 a -7.1% en 2010. Este comportamiento se explica, principalmente, por la construcción de edificaciones<sup>29</sup>, tanto residenciales como no residenciales, la cual continuaría deprimida, de acuerdo con el menor número de metros autorizados de construcción en el segundo semestre de 2009 y primeros meses de 2010, cuya realización concluiría durante este último año.

En lo que respecta a la actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 2.3% (-1.6% en 2009), asociada a un mayor flujo de bienes comercializables en la economía, tanto por un mayor nivel de producción de productos agropecuarios e industriales, como por la recuperación esperada en las importaciones de bienes.

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.9% en el PIB) se prevé un crecimiento de 3.9% (4.8% en 2009), comportamiento asociado a la evolución esperada de las subactividades de correo y comunicaciones y de transporte, las que explican el 94.6% del valor agregado de esta actividad.

En lo que corresponde a la subactividad correo y comunicaciones, se prevé un crecimiento de 4.5% para 2010 (7.2% en 2009) asociado, principalmente, a la desaceleración esperada en las telecomunicaciones, las cuales se estima crezcan 4.7% (7.7% en 2009), explicada, fundamentalmente, según información proporcionada por empresas

<sup>29</sup> Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, ampliaciones, paredes y reparaciones; así como aquella para uso de comercios y oficinas; industrias, bodegas y/o talleres.



operadoras de telefonía, por un menor ritmo de crecimiento en la activación de líneas telefónicas, debido a la saturación del mercado de telefonía celular.

Por su parte, la subactividad transporte, se estima que podría registrar un crecimiento de 2.8% para 2010 (1.5% en 2009), influenciado, principalmente, por el incremento previsto en el transporte por vía terrestre, el cual se estima crezca 2.9% (1.6% en 2009), derivado de la recuperación esperada en las transacciones del comercio internacional del país, situación que aumentaría el volumen de carga.

La actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.5% en el PIB), registraría un crecimiento de 4.1% (6.3% en 2009), asociado al moderado ritmo de crecimiento esperado en el otorgamiento de crédito bancario al sector privado.

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.3% en el PIB), se espera registre un crecimiento de 2.6% (3.1% en 2009). El menor dinamismo estaría explicado por la disminución observada en los metros autorizados de construcción de edificaciones residenciales, lo que implicaría un menor número de viviendas destinadas al arrendamiento en 2010.

Para la actividad *Servicios privados* (con una participación de 16.1% en el PIB), se estima una tasa de crecimiento de 2.7% (1.5% en 2009). Este comportamiento estaría explicado, fundamentalmente, por las expectativas de un mayor dinamismo en la demanda intermedia por parte de las actividades agrícolas, industriales y comerciales, principales demandantes de dichos servicios. Asimismo se estima un mayor dinamismo en la demanda de estos servicios por parte de la Administración pública y defensa.

Finalmente, en cuanto a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.3% en el PIB), se prevé un crecimiento de 3.3% (13.3% en 2009), de acuerdo al comportamiento esperado de las remuneraciones del Gobierno Central.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL**  
**AÑOS 2009 y 2010**  
**(Tasas de variación)**

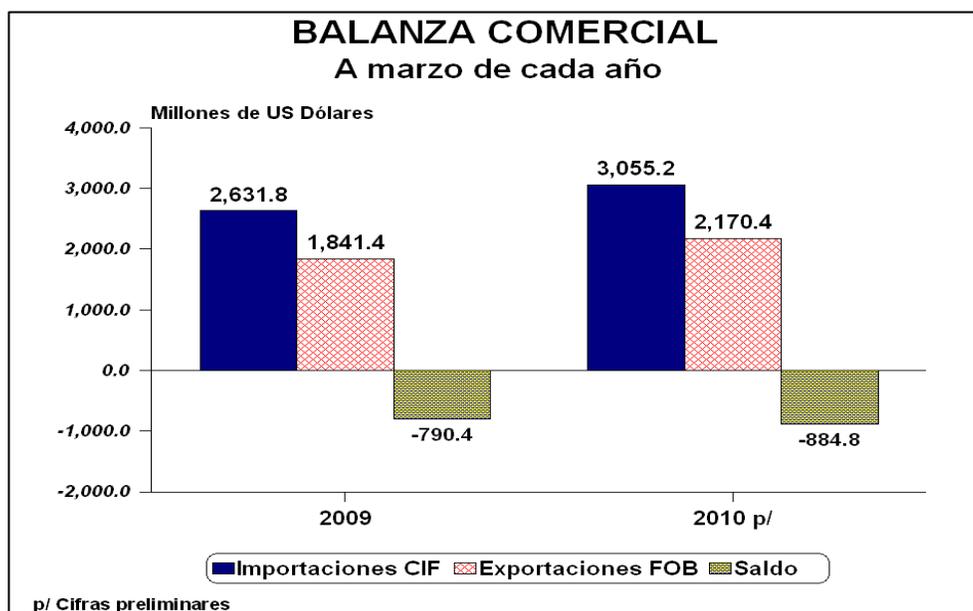
CONCEPTO	2009 <sup>e/</sup>	2010 <sup>py/</sup>	
		Estimación en diciembre de 2009	Estimación en mayo de 2010
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3 - 2.1</b>	<b>1.7 - 2.5</b>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	1.7	2.5	2.4
Explotación de minas y canteras	-1.1	0.7	0.1
Industrias manufactureras	1.0	1.7	1.9
Suministro de electricidad y captación de agua	0.1	1.9	2.0
Construcción	-13.4	-7.1	-7.1
Comercio al por mayor y al por menor	-1.6	2.0	2.3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4.8	2.9	3.9
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6.3	6.7	4.1
Alquiler de vivienda	3.1	2.6	2.6
Servicios privados	1.5	2.0	2.7
Administración pública y defensa	13.3	2.8	3.3

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

### ANEXO 3 BALANZA COMERCIAL A MARZO DE 2010

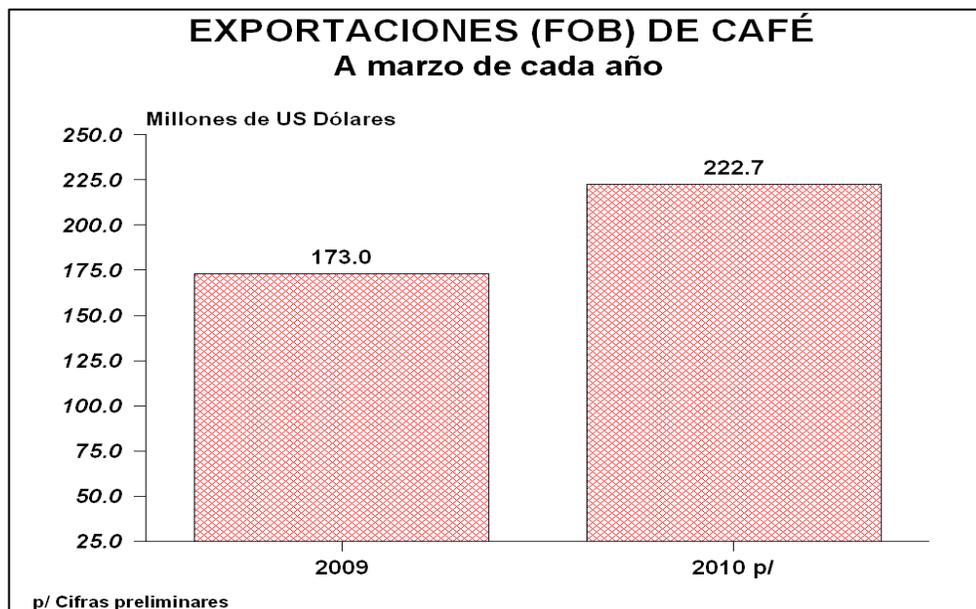
La balanza comercial<sup>30</sup>, a marzo de 2010, registró un saldo deficitario de US\$884.8 millones (equivalente a 2.2% del PIB), superior en US\$94.4 millones (11.9%) al observado en igual período del año previo (equivalente a 2.1% del PIB). Este resultado estuvo determinado por el aumento de 16.1% en el valor de las importaciones CIF (disminución de 32.6% a marzo de 2009), al pasar de US\$2,631.8 millones a US\$3,055.2 millones, y que superó el aumento de 17.9% en el valor de las exportaciones FOB (disminución de 2.0% a marzo de 2009), al pasar de US\$1,841.4 millones a marzo de 2009 a US\$2,170.4 millones a marzo de 2010.



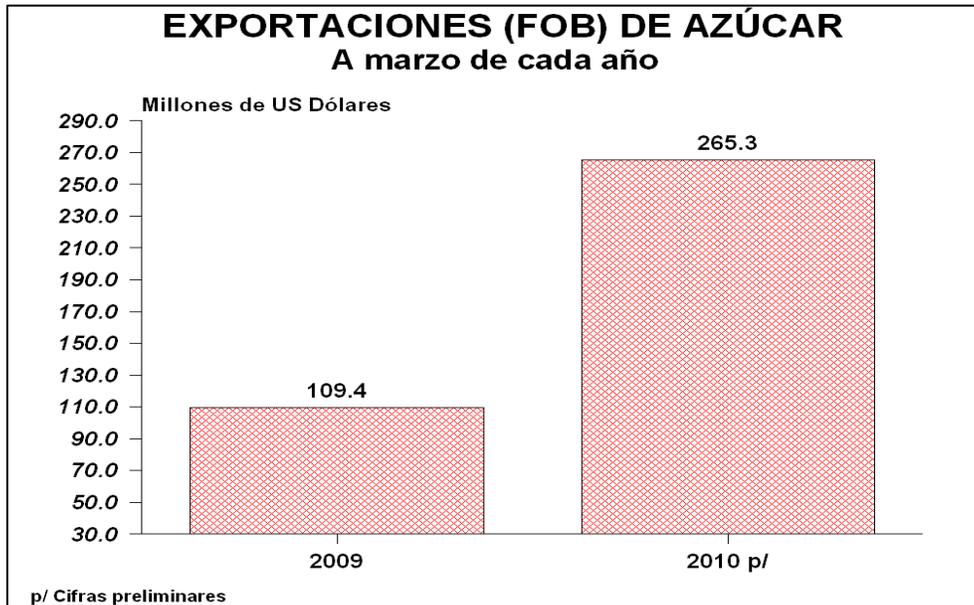
En el comportamiento de las exportaciones resalta que el valor de las exportaciones de café se situó en US\$222.7 millones, superior en US\$49.7 millones (28.7%) al de marzo de 2009, que se explica por un aumento de 20.7% en el precio medio de exportación y de 6.7% en el volumen. El precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$109.12 a US\$131.70, mientras que el volumen en quintales aumentó, al pasar de 1,585.4 miles a 1,691.0 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 cosechas<sup>31</sup>; y, por otra, a los cambios climáticos que afectaron la producción de café en Colombia, así como a la renovación de sus áreas de cultivo. De conformidad con el sistema informativo *Bloomberg* el aumento en el precio promedio del café obedeció al debilitamiento del dólar estadounidense frente al euro, lo que incrementa la demanda de inversores en materia prima, entre las que se incluye el café.

<sup>30</sup> Las cifras presentadas corresponden al criterio de comercio general.

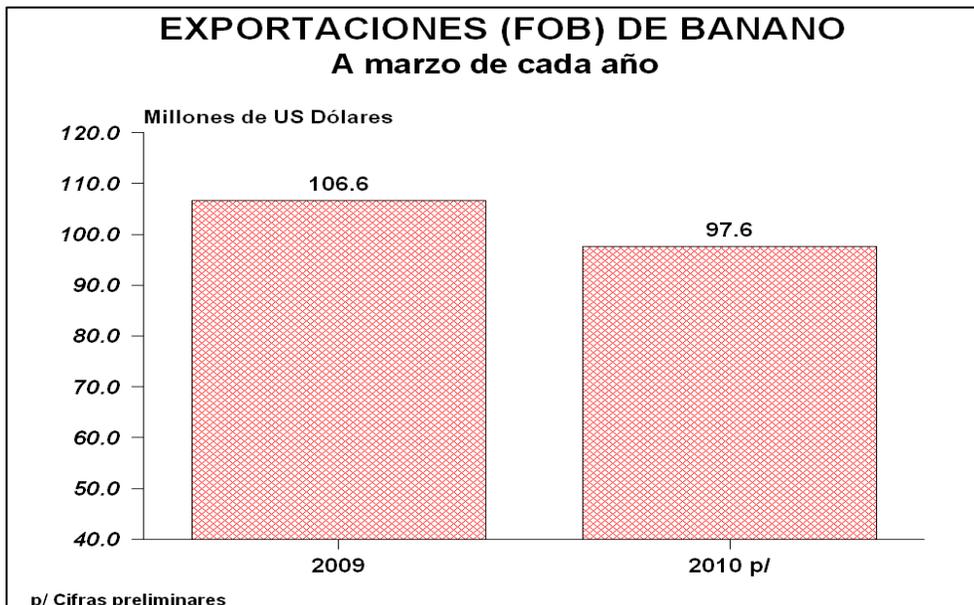
<sup>31</sup> La bianualidad de las cosechas de café en Brasil se refiere al hecho de que luego de una temporada de alta producción le sigue una de baja producción con la consecuente necesidad de crear reservas de café para su posterior exportación.



El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$265.3 millones, superior en US\$155.9 millones (142.5%) al registrado a marzo de 2009 y es resultado de los incrementos de 82.6% en el volumen y de 32.8% en el precio medio. El volumen en quintales pasó de 7,695.0 miles a 14,048.7 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\$14.22 a US\$18.88. 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. De conformidad con *Bloomberg*, el incremento en el precio internacional del azúcar se asocia a las expectativas de que algunos países asiáticos como India e Indonesia incrementaran su demanda de azúcar como consecuencia de un déficit de la oferta mundial.

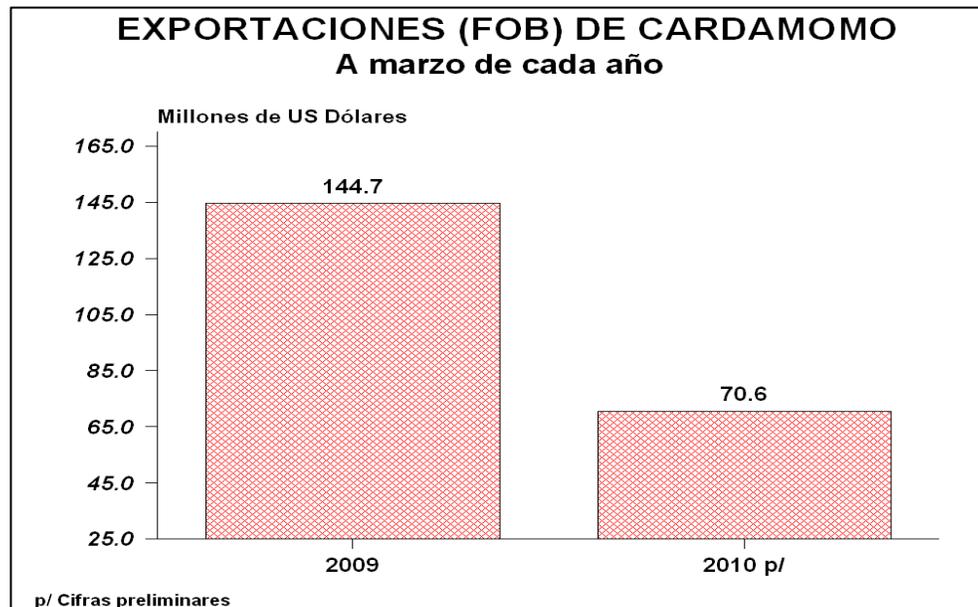


En lo que respecta al valor de las exportaciones de banano, éste se ubicó en US\$97.6 millones, monto inferior en US\$9.0 millones (8.4%) al registrado a marzo de 2009, explicado, básicamente, por el incremento en el volumen ya que el precio medio de exportación registró una disminución. En efecto, el volumen pasó de 7,629.6 miles de quintales a 8,502.8 miles de quintales, asociado a la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, mientras que el precio medio disminuyó 17.8%, al pasar de US\$13.97 a US\$11.48.

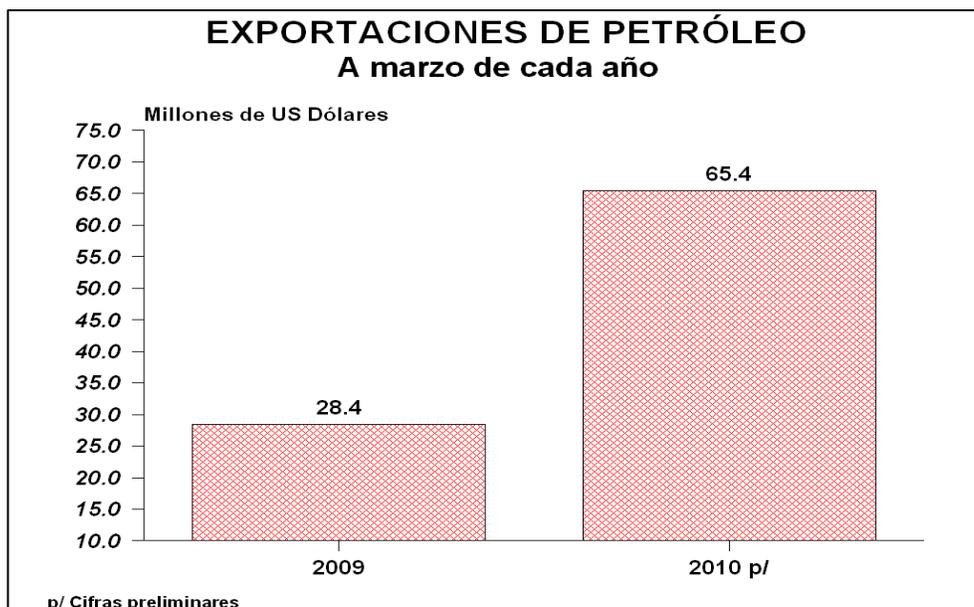


El valor de las exportaciones de cardamomo cayó 51.2% situándose en US\$70.6 millones, inferior al US\$144.7 millones observado a marzo de 2009. Este resultado se explica por la disminución de 26.3% en el precio medio por quintal, que pasó de US\$794.18 a US\$585.41 y por la disminución de 61.6 miles de quintales registrada en el volumen

exportado al ubicarse en 120.6 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.



El valor de las exportaciones de petróleo se situó en US\$65.4 millones, monto superior en US\$37.0 millones (130.3%) al registrado al mismo período de 2009. Dicho comportamiento reflejó el aumento en el precio medio de exportación por barril que se situó en US\$60.43<sup>32</sup>, mayor en US\$33.72 (126.3%) al observado a marzo de 2009.



<sup>32</sup> El margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (alrededor de US\$43.08 a marzo de 2009), obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.



En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$1,448.8 millones, monto superior en US\$169.5 millones (13.2%) respecto a marzo de 2009 y recoge los aumentos de US\$36.4 millones (7.7%) de las exportaciones destinadas a países del área centroamericana, de US\$42.0 millones (16.9%) al resto del mundo, así como de US\$91.1 millones (16.4%) de las exportaciones amparadas bajo el Decreto 29-89.

En lo que respecta a las exportaciones a Centroamérica, destaca el aumento en los rubros de productos químicos por US\$12.9 millones, materiales de construcción por US\$8.6 millones; artículos plásticos por US\$3.6 millones; y, artículos de vestuarios por US\$3.1 millones y en los al resto del mundo el aumento en: caucho natural por US\$16.8 millones; productos químicos por US\$14.1 millones; artículos de vestuario por US\$6.2 millones; flores, plantas, semillas y raíces por US\$4.4 millones; y, minerales por US\$4.1 millones.

En cuanto al valor CIF de las importaciones a marzo de 2010, éste se situó en US\$3,055.2 millones, monto superior en US\$423.4 millones (16.1%) al registrado en igual período de 2009. Este incremento refleja 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 29.1%, al pasar de US\$444.7 millones a US\$574.0 millones. Las Materias Primas y Productos Intermedios aumentaron 23.2%, al pasar de US\$635.0 millones a US\$782.2 millones y a las de Bienes de Consumo aumentaron US\$78.4 millones (10.7%). Asimismo, las importaciones asociadas a la producción amparada en el Decreto 29-89 registraron un monto de US\$409.3 millones, superior en US\$80.0 millones (24.3%) al monto registrado en igual período de 2009.

Por su parte, disminuyeron las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta en 0.7%, al pasar de US\$418.1 millones a US\$415.0 millones; y, las de Materiales de Construcción en 11.7%, al pasar de US\$73.0 millones a US\$64.4 millones.

## ANEXO 4

### ANÁLISIS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

#### 1. Introducción

Dada la importancia que el crédito bancario al sector privado tiene sobre la actividad económica y, particularmente, en el mecanismo de transmisión de la política monetaria es importante analizar las fluctuaciones de dicha variable. En ese sentido, la evolución del crédito bancario al sector privado, entre otros aspectos refleja: i) una mayor o menor profundización financiera; ii) el efecto que la posición cíclica de la economía ejerce sobre la oferta y demanda de crédito; y, iii) episodios atípicos, en los cuáles el crédito alcanza valores extremos. El identificar en qué momento se está en presencia de un comportamiento anormal del crédito es clave para identificar los efectos macroeconómicos que podrían producirse en el corto y mediano plazos.

Las expansiones o desaceleraciones del crédito han sido parte fundamental del análisis reciente relacionado con el papel del sistema bancario en una economía, principalmente, es objeto de discusión el origen de dicho comportamiento, el cual pueden ser generado, entre otros aspectos, por una liberalización financiera inapropiada, por una débil regulación financiera, por una afluencia masiva de capitales y por choques exógenos que, luego de incrementar los niveles de inversión o de consumo de los agentes económicos, se traducen en caídas abruptas del crédito. Dentro del contexto anterior, Gourinchas<sup>33</sup> define un comportamiento atípico como una desviación del coeficiente de crédito bancario al sector privado en términos nominales respecto al producto interno bruto nominal comparado con su tendencia histórica dinámica y estocástica. De acuerdo con este autor existen ciertos umbrales, tanto absolutos como relativos, que permiten identificar los episodios atípicos. Mayores variaciones relativas implican que se puede experimentar episodios atípicos independientemente de la profundización financiera, mientras que, mayores variaciones absolutas significarían que un sistema financiero más desarrollado tendría una mayor probabilidad de experimentar dichos comportamientos<sup>34</sup>. Por su parte, la duración de los ciclos de crédito, tanto en amplitud como en profundidad es variable en el tiempo y depende de las condiciones de cada país. Asimismo, Mendoza y Terrones<sup>35</sup> señalan que una expansión en el crédito se da cuando se excede la desviación estándar de las fluctuaciones del crédito respecto al PIB en términos reales (CSP/PIB), alrededor de su tendencia de largo plazo por un factor de 1.75.

#### 2. El caso de Guatemala

Al aplicar la metodología de desviaciones absolutas de Gourinchas, se observa que, durante el período de 1980 a 2010, existen dos períodos de expansión de la actividad del crédito. En el primer período que comprende de 1983 a 1985 únicamente se sobrepasó el umbral del 2%; mientras que el segundo período de 2006 a 2008, dichas desviaciones llegan al umbral del 5% en 2007. En este último caso puede considerarse como un auge de crédito. Asimismo, también se aprecian tres períodos en donde el crédito crece por debajo de la tendencia de largo plazo,

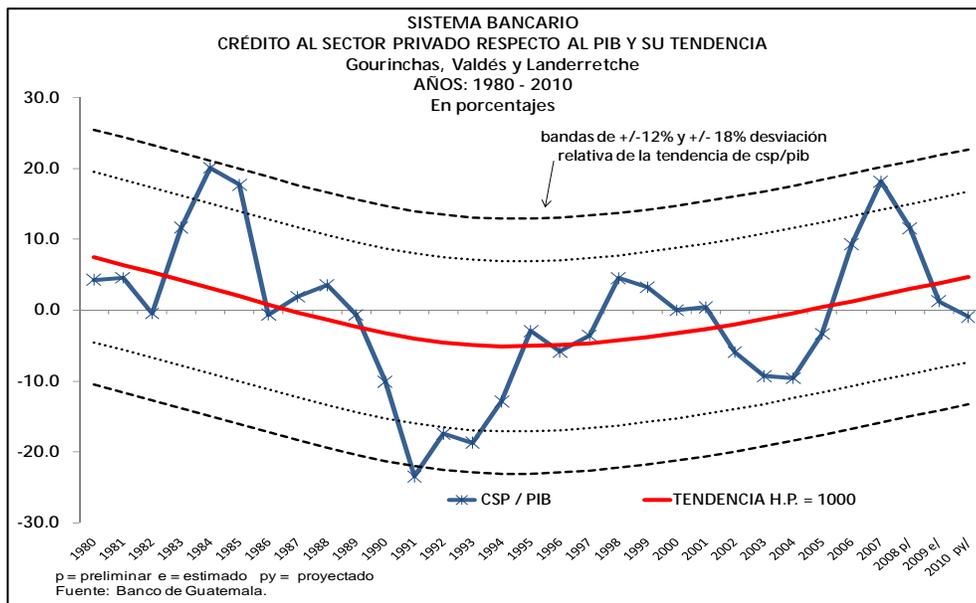
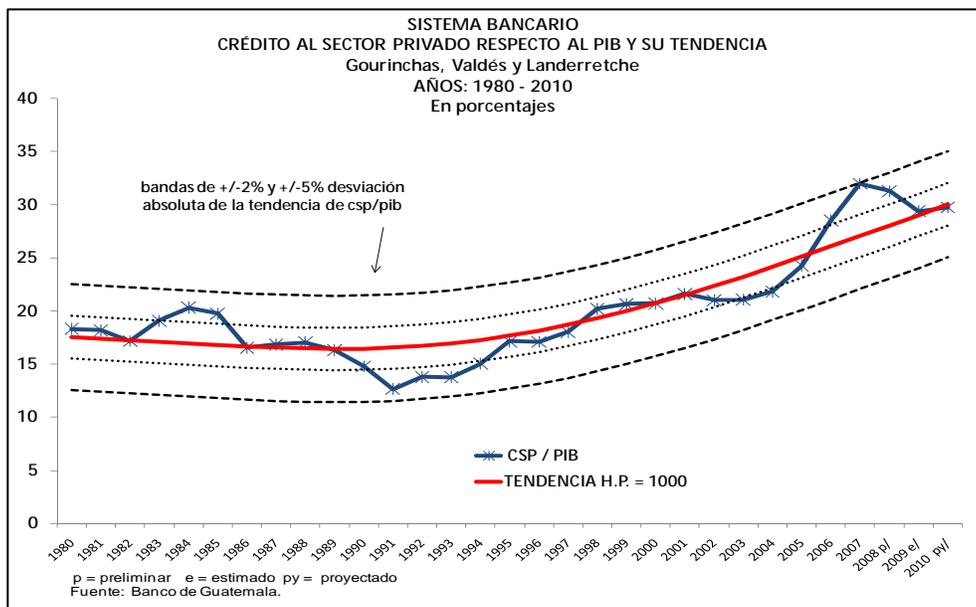
<sup>33</sup>Gourinchas, Pierre-Olivier, Valdés, Rodrigo y Landerretche, Oscar (2001). Lending Booms: Latin America and the World. NBER Working Paper No.8249. National Bureau of Economic Research. April.

<sup>34</sup> Las desviaciones relativas se calculan como la variación porcentual de la relación CSP/PIB respecto a su tendencia mientras que la variación absoluta se refiere al diferencial de las mismas. Los umbrales propuestos para el primer caso son +/- 12% y +/- 18%, mientras que para el segundo caso se propone un umbral de +/- 2% y +/- 5%, que representan porcentajes que están dentro de la muestra representativa de 21 países de América Latina analizados por Gourinchas.

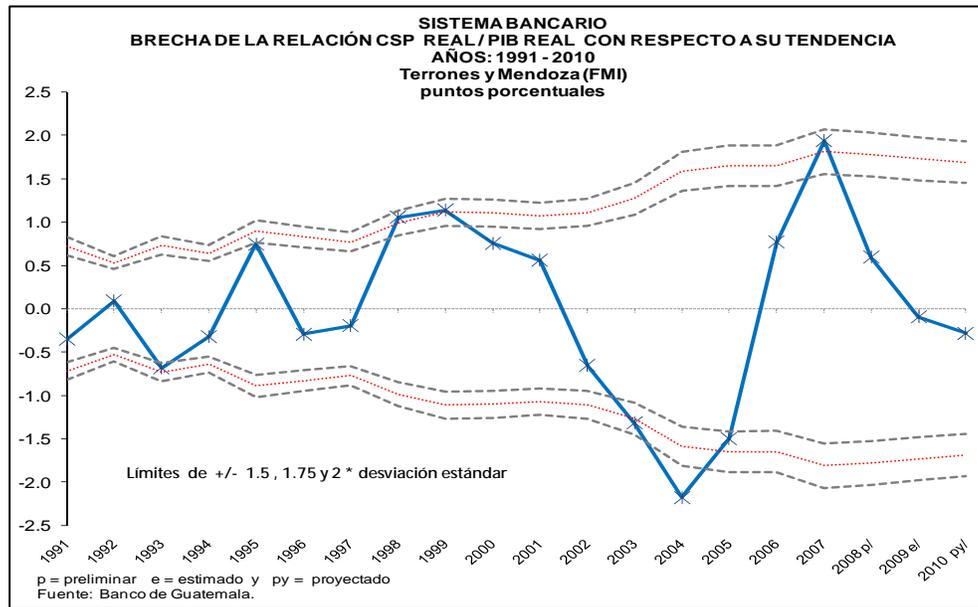
<sup>35</sup> Mendoza y Terrones (2004). Are credit booms in emerging markets a concern? World Economic Outlook. Advancing Structural Reforms. April.

particularmente, destaca lo acontecido en los períodos de 1990 a 1997, de 2002 a 2005 y, recientemente, el período comprendido de 2009 al 2010. Los patrones de comportamiento en los cuáles el crédito aumenta o disminuye alejándose de su tendencia de largo plazo no son simétricos, lo cual es consistente con las diferencias en la duración de los ciclos, los cuáles se ven afectados por factores macroeconómicos y microeconómicos.

Por otra parte, las desviaciones relativas del CSP/PIB respecto a su tendencia histórica, muestran que las expansiones y las desaceleraciones del crédito bancario al sector privado son más volátiles y coinciden en los mismos períodos identificados con la metodología de las desviaciones absolutas. Cabe destacar que en 2010, en ningún caso se sobrepasa el primer umbral, por lo que si bien existe una desaceleración del crédito bancario al sector privado, éste es consistente con el nivel de profundización financiera en Guatemala y está influenciado, principalmente, por componentes cíclicos.



Por otro lado, con base en la metodología de Terrones y Mendoza, la brecha de la desviación estándar acumulada del CSP/PIB, en términos reales, respecto a su tendencia histórica, presenta dos periodos de expansión crediticia y dos periodos de desaceleración, en los cuáles se sobrepasa el parámetro de 1.75 puntos porcentuales de la desviación estándar acumulada, antes citado. Es conveniente indicar que el límite propuesto se basa en que las desviaciones interanuales del crédito respecto a su tendencia siguen una distribución normal existiendo una probabilidad de 5% de observar valores extremos. Al igual que en la metodología de Gourinchas, en 2009 y 2010 no se sobrepasa el límite indicado.



De 2005 a 2007 el crédito bancario al sector privado muestra un período de expansión importante, el cual se asocia, en parte, al efecto que se derivó del proceso extraordinario en la concesión de créditos por parte de algunos bancos, cuyo peso relativo es considerable en la intermediación financiera en el país. En particular, destacó el financiamiento a los sectores de construcción, de comunicaciones y de comercio. Por otra parte, también influyó en dicho crecimiento la reducción que desde 2000 registró la tasa de interés activa, promedio ponderado del sistema bancario. Por el contrario, de 2008 a la fecha se aprecia una desaceleración del crédito bancario al sector privado, el cual ha estado influenciado tanto por factores de oferta como de demanda. Con relación al análisis del último período, dentro de los factores de oferta, destaca el hecho de que los bancos del sistema han sido más rigurosos en el análisis de crédito, como consecuencia del aumento en la aversión al riesgo de las entidades, el cual ha sido influenciado, entre otros aspectos, por el leve deterioro en la calidad de cartera crediticia, principalmente, en moneda extranjera y el incremento en las cuentas incobrables y de dudosa recuperación, reflejando con ello que los flujos de efectivo de los deudores han estado bajo presión, afectando su capacidad de pago. Adicionalmente, derivado de la crisis financiera internacional, se observó un incremento en la preferencia de liquidez por parte de los bancos del sistema, reflejada en un aumento de los recursos líquidos (prestables) en el sistema bancario, los cuales aún se mantienen elevados, dada la aversión al riesgo de las instituciones financieras. Adicionalmente, la mayor restricción de recursos provenientes del

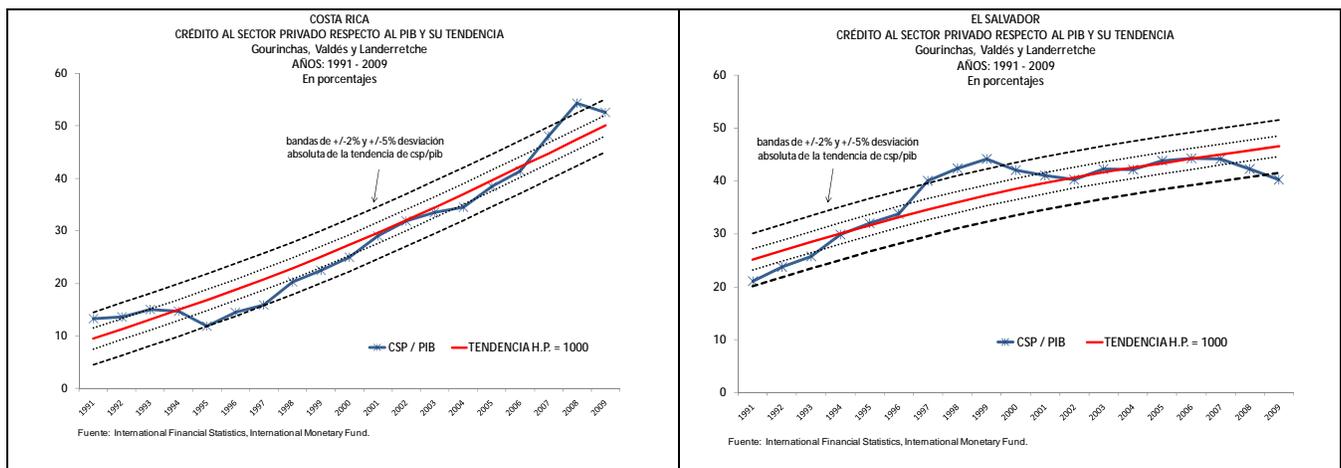
financiamiento externo contribuye a la desaceleración del crédito, como se indicó, en el último período. En la actual coyuntura, es oportuno destacar el proceso de fortalecimiento que ha venido realizado el sistema bancario a fin de minimizar el riesgo de solvencia al incrementar los niveles de reservas a raíz de las modificaciones al Reglamento para la Administración del riesgo de Crédito.

Por el lado de la demanda, en un ambiente de menor actividad económica, los planes de inversión y de consumo suelen postergarse, situación que reduce los requerimientos de financiamiento de los agentes económicos. Entre los factores que han afectado la demanda de crédito están: la evolución del comercio exterior, el menor consumo por medio de tarjetas de crédito, la menor demanda de crédito para compra de vehículos y para construcción de viviendas y edificios. Ello en buena medida por la debilidad cíclica de la actividad económica y, en menor medida, por la preferencia de los agentes económicos de mantener un menor apalancamiento a la espera de que se fortalezcan las perspectivas económicas, por lo que no se considera un cambio estructural en las hojas de balance de los hogares.

En conclusión, la desaceleración observada en el crédito bancario al sector privado desde 2009 se debe a una combinación de factores tanto de oferta como de demanda. En lo que va de 2010, la desaceleración del crédito bancario al sector privado, en la primera parte del año, obedece, principalmente, a factores de demanda; sin embargo, se comienza a observar una aceleración, aunque mínima, en su comportamiento, reflejo de la recuperación económica.

### 3. El caso del Istmo y República Dominicana

Con excepción de Costa Rica, el resto de países de Centroamérica, Panamá y República Dominicana, denota una disminución del crédito bancario al sector privado por debajo de su tendencia de largo plazo. De acuerdo con *Fitch*<sup>36</sup> los sistemas bancarios centroamericanos optaron por limitar sensiblemente el crecimiento de sus carteras crediticias, canalizando los recursos disponibles hacia activos de mayor liquidez, considerando que la calidad de las carteras de crédito exhibió deterioros generalizados a lo largo de 2009.



<sup>36</sup> Bancos Centroamericanos: Resultados Anuales y Perspectivas 2010, marzo 2010.

