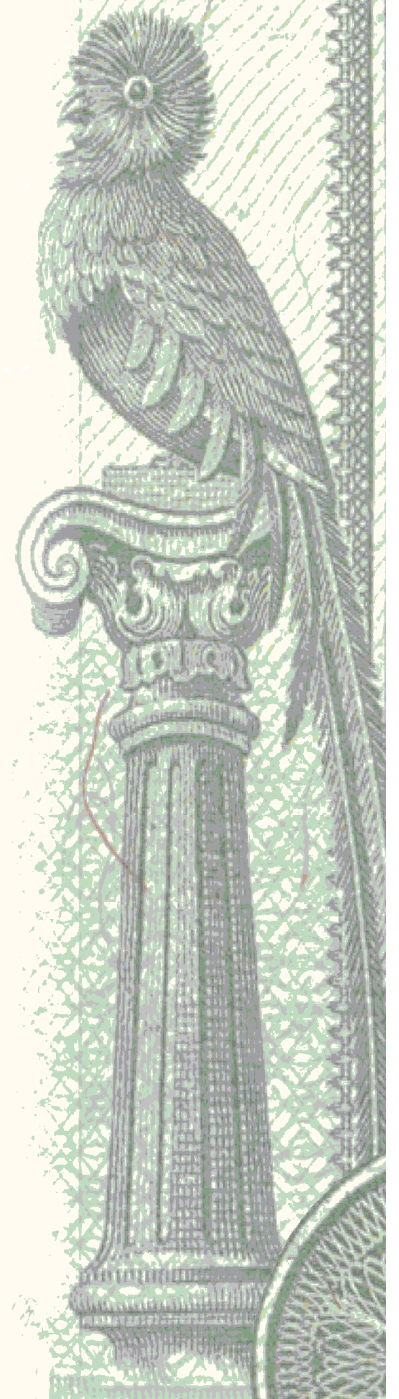


**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-2/2010**



**INFORME DE
POLÍTICA MONETARIA A
AGOSTO DE 2010**

GUATEMALA, SEPTIEMBRE DE 2010



ÍNDICE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A AGOSTO DE 2010

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. ENTORNO EXTERNO	1
	B. ENTORNO INTERNO	3
	C. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2011	4
	1. Factores de orden externo	4
	2. Factores de orden interno	6
III.	ENTORNO MACROECONÓMICO	6
	A. INTERNACIONAL	6
	1. La economía mundial a agosto de 2010	6
	a) Crecimiento económico y principales indicadores	6
	b) Economías avanzadas	8
	c) Economías de mercados emergentes y en desarrollo	12
	2. Mercados financieros	15
	3. Precios internacionales de algunas materias primas	22
	4. Inflación	22
	B. NACIONAL	23
	1. Balanza comercial a julio de 2010, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal	23
	a) Balanza comercial a julio de 2010	23
	b) Reservas Monetarias Internacionales Netas	25
	c) Tipo de cambio nominal	26
	2. Situación de la finanzas públicas	26
	a) Análisis de la situación financiera del Gobierno Central	27
	3. Sistema bancario	30
	a) Captaciones totales	30
	b) Cartera crediticia por tipo de deudor	30
	c) Tasas de interés del sistema bancario	31
	d) Tasas de interés por tipo de deudor	32
	e) Condiciones crediticias del sistema bancario por deudor	34
	4. Actividad económica interna	34
	a) Producto interno bruto	34
	b) Índice Mensual de la Actividad Económica	35
	c) Encuesta de Opinión Empresarial	36
IV.	EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA A AGOSTO DE 2010	37

A.	INFLACIÓN	37
	1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de agosto de 2010	37
	2. Inflación subyacente	38
	3. Inflación en otros países de la región	38
B.	PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010 Y PARA DICIEMBRE DE 2011	39
	1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	39
	2. Ritmo inflacionario total proyectado	39
C.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO CON BASE EN EL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	40
	1. Diagrama de abanico	40
	2. Riesgos asociados a la proyección de inflación	40
D.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	41
E.	TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS	41
	1. Tasa de interés parámetro	41
	2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	42
F.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	43
G.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER	43
H.	COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	44
	1. Emisión monetaria	44
	2. Base monetaria amplia	44
	3. Medios de pago	45
	4. Crédito bancario al sector privado	45
I.	OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	48
	1. Por plazo	48
	2. Por fecha de vencimiento	48
	3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria	49
J.	CUARTA REVISIÓN DEL ACUERDO <i>STAND-BY</i> CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	49
	ANEXOS	51
	ANEXO 1 ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2010	52
	ANEXO 2 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA	59

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A AGOSTO DE 2010

I. INTRODUCCIÓN

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

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

A. ENTORNO EXTERNO

La etapa más aguda de la crisis económica y financiera parece haber finalizado y la economía mundial se recupera aunque con diferencias entre países y regiones. En efecto, los dos primeros trimestres de 2010 arrojaron resultados positivos en cuanto al crecimiento económico de las principales economías avanzadas y emergentes. Sin embargo, para el segundo semestre del año se prevé que ocurra una ralentización de la actividad económica, sobre todo en las economías avanzadas, debido a una combinación de factores, de los cuales se destacan la persistencia de tasas de desempleo históricamente altas, la debilidad de los mercados inmobiliarios y crediticios, el retiro de ciertas medidas de apoyo a la demanda agregada (sobre todo, las fiscales) y la incertidumbre acerca de la solvencia financiera de algunas economías en Europa.

La economía de los Estados Unidos de América se desaceleró en el segundo trimestre (1.6%) de 2010 respecto del primero (3.7%); la expectativa para el resto del año es que continuará creciendo, pero existen señales recientes de desaceleración económica. La Reserva Federal (FED) afirma que existen limitantes para el fortalecimiento de la recuperación, como la alta tasa de desempleo, el crecimiento modesto del ingreso y las restricciones crediticias; además las ventas de viviendas, tanto usadas como nuevas, sufrieron desplomes, luego de que finalizara el incentivo otorgado por el Gobierno para la compra de inmuebles.

La Zona del Euro, en el segundo trimestre de 2010 y por cuarto trimestre consecutivo registró crecimiento de 3.9%, esta vez muy por encima de lo que se había estimado en el primer trimestre, apoyado por la economía alemana, que creció 3.7%, lo que confirma el proceso de recuperación.

A raíz de los problemas de sostenibilidad fiscal observados en varios países de Europa (Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia) se materializó la adopción de acuerdos entre 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. En adición, se implementaron medidas tendientes a fortalecer la estabilidad financiera. Respecto de las pruebas de tensión en el sistema bancario de la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional señaló que el ejercicio realizado conjuntamente por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos, el Banco Central Europeo y los entes reguladores de cada uno de los países, complementa las medidas ya adoptadas para fortalecer el sistema financiero del área, mejora la transparencia y coadyuva a aumentar la confianza del mercado. Los resultados positivos de tales pruebas y la aprobación del Mecanismo de Estabilización Europeo incidieron en revisiones al alza de la actividad económica para 2010.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, continuaron mostrando un comportamiento dinámico, lo que refleja que los efectos de la crisis de deuda de algunos países europeos y los episodios de turbulencia financiera mundial registrados en el presente año no han repercutido en la actividad real de dichas economías. No obstante, en el segundo semestre del año podría desacelerarse el ritmo de expansión, adecuándose a una trayectoria sostenible a mediano plazo. En la República Popular China, el sector industrial tuvo un moderado repunte en agosto, tras desacelerarse durante varios meses, derivado de las medidas gubernamentales para controlar el crédito y detener la especulación inmobiliaria. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento económico de



dicho país, prevista para la segunda mitad de este año, contribuirá a impedir el calentamiento de esa economía, pero podría debilitar la recuperación global si reduce sus importaciones. Esto podría provocar una fuerte caída en la demanda de petróleo y demás *commodities*, lo que provocará un descenso general en los precios de éstos. América Latina sigue presentando un mejor desempeño debido, principalmente, a la recuperación del comercio mundial y al impulso público a la demanda interna. Centroamérica también registra una mejora en el desempeño de la actividad económica, impulsado, en parte, por el mayor dinamismo observado durante el primer semestre del año en los Estados Unidos de América (su principal socio comercial), aunque de concretarse una ralentización en dicha economía, podría incidir negativamente en la evolución del crecimiento de las economías centroamericanas.

Otro de los aspectos relevantes dentro de la coyuntura actual se refiere al anuncio del Comité de Basilea de la implementación de nuevos estándares mínimos de capital que, conjuntamente con la adopción de nuevos estándares de liquidez para la banca, constituyen el cambio más relevante de la regulación bancaria internacional conocido como Basilea III. Sin embargo, persisten preocupaciones en el sentido de que bancos de algunos países enfrenten un largo camino hacia la recuperación y que las nuevas reglas de Basilea III reduzcan la cantidad de recursos que algunos bancos pueden prestar a las empresas, afectando modestamente el crecimiento económico.

Con relación a los precios internacionales de los *commodities* agrícolas, principalmente del trigo y del maíz, éstos mantuvieron una tendencia hacia el alza. En particular, en julio, el alza en el precio del trigo se intensificó en la última semana, debido a problemas climáticos que afectaron a los principales productores del grano. En Canadá y en el este de Europa, las inundaciones dañaron cosechas, mientras que una sequía dañó las plantaciones en Rusia, por lo que anunció restricciones a sus exportaciones.

En cuanto a las expectativas de inflación para finales de 2010, éstas apuntan a que en las economías avanzadas continúe en niveles moderados, dado que la utilización

de la capacidad instalada es baja, mientras que en las economías emergentes se habrían reducido las presiones inflacionarias, aunque existen diferencias entre países de América Latina, por ejemplo, Brasil, Chile y Perú, que han aumentado sus tasas de interés de política monetaria, previendo presiones inflacionarias en sus economías.

En resumen, a nivel externo los riesgos presentes se asocian al debilitamiento en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América cuyos indicadores de corto plazo muestran un comportamiento que podría afectar los mercados financieros (en particular reversiones en los índices bursátiles) y nuevas postergaciones del retiro de los estímulos monetarios. La situación fiscal en las economías desarrolladas en especial en algunos países de Europa (Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia), es todavía un tema de preocupación; en particular, por sus efectos sobre la percepción de riesgos y el impacto que podría provocar en la recuperación de la actividad mundial. En adición, las medidas adoptadas por la República Popular China para contener el crecimiento del crédito y evitar un sobrecalentamiento económico pueden inducir un menor dinamismo mundial y precios internacionales de materias primas más bajos. Como es usual, la persistencia de los desbalances globales induce riesgos tanto sobre los movimientos de los flujos de capital entre distintas áreas económicas como en la evolución de las paridades entre las distintas monedas, aspectos que habrá que monitorear estrechamente.

B. ENTORNO INTERNO

De acuerdo con los resultados de los indicadores económicos más relevantes, se observa que los efectos adversos de la crisis económica y financiera que golpearon a la economía mundial se están reduciendo en intensidad. En el plano interno, el país fue impactado por dos desastres naturales (tormenta tropical *Agatha* y erupción del Volcán de Pacaya); los daños ocasionados por estos desastres habrían sido contrarrestados por un crecimiento económico más dinámico que el previsto durante el primer semestre del año. Lo anterior se evidencia en el comportamiento de indicadores como el de generación y



demanda de energía eléctrica, de exportaciones e importaciones que registran tasas de crecimiento de 17.1% y 19.6%, respectivamente, remesas familiares que a agosto registraron un incremento interanual de 4.1%, el IMAE que a julio creció 3.08% por encima del 2.20% de similar fecha del año previo y el PIB trimestral que durante el primer trimestre creció 3.2%. Derivado de esta aceleración en el crecimiento económico, los ingresos fiscales continuaron recuperándose. Tomando en cuenta el comportamiento de los indicadores descritos, las perspectivas de la economía mundial y los resultados de la encuesta a 1,200 empresas de diferentes sectores de la actividad económica, se revisó ligeramente al alza la estimación del PIB en términos reales para el presente año a un rango de entre 2.0% y 2.8%.

Luego de los choques de oferta que afectaron la inflación en los primeros meses del año, las presiones inflacionarias en general se han mantenido contenidas, por lo que al mes de agosto la inflación interanual se mantuvo, por tercer mes consecutivo, en un nivel cercano a 4.0%; este comportamiento evidencia, por una parte, el comportamiento y previsiones de inflación a nivel mundial y, por la otra, que continúan sin generarse presiones significativas por el lado de la demanda agregada interna. Lo anterior se refleja en el comportamiento de la inflación subyacente que permanece por debajo de la inflación total y que desde el mes de abril permanece estable en alrededor de 2.6%. Las proyecciones de inflación total y subyacente continuaron con una moderada tendencia hacia la baja tanto para 2010 como para 2011, en ambos casos dentro del rango meta establecido para esos años; similar resultado arrojan los pronósticos del MMS en su escenario base; es decir, suponiendo la no ocurrencia de choques exógenos en los próximos meses. De acuerdo con el referido modelo, los riesgos de que se registre una trayectoria de inflación superior a la que se indica en el escenario base, se relacionan principalmente con incrementos mayores de los previstos en los precios del trigo, del petróleo y sus derivados y de otros *commodities*. No obstante, el ritmo de recuperación de los precios de las mercancías se vincula al ritmo de recuperación de la economía mundial, el cual

se pronostica será lento y desigual entre países y regiones. En adición a esos choques, debe considerarse que aunque los efectos del invierno copioso pueden influir de manera transitoria en el comportamiento de la inflación interna en los meses subsiguientes, ello no afectaría la trayectoria de dicha variable en el mediano plazo.

En materia de balanza de pagos, no se prevén riesgos relevantes; en efecto, el déficit en cuenta corriente estimado para el cierre 2010 (2.7%) es menor a los valores registrados por esta variable en la historia reciente del país. Por su parte, la posición externa, medida por el nivel de reservas monetarias internacionales (US\$5,681.9 millones al 31 de agosto de 2010) se ha fortalecido a lo largo del año y el tipo de cambio nominal ha mostrado un comportamiento estable y congruente con su patrón estacional desde marzo hasta la fecha.

En cuanto a las finanzas públicas a agosto, éstas registraron un déficit fiscal de Q5,515.0 millones (1.7% del PIB), congruente con la meta para septiembre contemplada en el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional. Dicho déficit es producto de que si bien los ingresos tributarios aumentaron 9.5%, el gasto público también ha continuado con un ritmo dinámico de crecimiento. En el caso de los ingresos, éstos se recuperaron, principalmente, por los impuestos asociados a las importaciones, mientras que por el lado de los gastos, los de inversión han registrado un mayor dinamismo en los últimos meses (20.7%), en tanto que los de funcionamiento continúan creciendo (13.9%). El déficit estimado por el Ministerio de Finanzas Públicas para el cierre de 2010 se ubica en 3.0% incluyendo la ampliación presupuestaria por un monto de Q1,300.0 millones, aprobada a principios de septiembre por el Congreso de la República. El referido déficit podría aumentar a 3.3% del PIB, de aprobarse la emisión de Bonos del Tesoro para Reconstrucción y un préstamo que el gobierno está considerando gestionar con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) de los cuales se ejecutaría una parte en 2010. Como resultado de dichas operaciones, se estima que el saldo de la deuda pública (tanto interna como externa) crecería 12.4% en 2010 y representaría un 24.1% del PIB. Cabe



destacar que se han cumplido de manera amplia con los criterios y metas del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, como lo indicó la misión que realizó la cuarta revisión de dicho acuerdo.

El sistema bancario por su parte continuó mostrando fortaleza al observarse una mora de 2.8%, la cual se considera moderada y se ha mantenido estable, y un aumento en las captaciones de 9.5%. No obstante lo indicado, el crédito bancario al sector privado continúa mostrando poco dinamismo al registrar una variación interanual de 1.3% al 26 de agosto de 2010.

La política monetaria en este marco adoptó una postura de prudencia y ha mantenido invariable la tasa de interés líder en un nivel (4.50%) consistente con la perspectiva de inflación.

C. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2011

La evolución de la economía guatemalteca en 2011 estará condicionada a la coyuntura económica y financiera mundial y a factores de orden interno tanto económicos como políticos, dado que es un año electoral. Asimismo, tal como se ha evidenciado durante el presente año con la erupción del Volcán de Pacaya, la tormenta tropical *Agatha* y el copioso invierno, el país es altamente vulnerable a experimentar desastres naturales por los efectos del cambio climático. Estos fenómenos también tienen una repercusión importante en el desempeño de la economía nacional y pueden condicionar eventualmente la gestión de la política macroeconómica, en particular de la política fiscal.

La información de la que se dispone actualmente, de organismos financieros internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el BID, de entidades expertas en proyecciones económicas a nivel mundial, de fuentes especializadas de información a nivel nacional y de las encuestas elaboradas por el Banco de Guatemala, permite proyectar una tasa de crecimiento real para la economía guatemalteca de entre 2.5% y 3.1% para 2011. Esta proyección inicial se fundamenta en una serie de factores tanto de orden externo como interno.

1. Factores de orden externo

La incertidumbre sobre la consolidación de la recuperación económica y financiera mundial, particularmente en los Estados Unidos de América y la Zona del Euro, prevalece. Esto, derivado de la existencia de algunos riesgos asociados a los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas de Europa y de los Estados Unidos de América, variable en la que no se proyecta reducción significativa en el corto plazo. Otros riesgos incluyen, en el caso específico de Europa, el aumento del riesgo soberano vinculado a la comprometida situación fiscal de algunas economías de la Zona del Euro, así como a mayores restricciones del crédito vinculadas al aumento de la incertidumbre sobre la exposición del sector financiero al riesgo soberano y al aumento del costo del financiamiento, a pesar de que las pruebas de tensión evidenciaron que un número importante de bancos se encuentran sanos. Para los Estados Unidos de América, existe cierto grado de incertidumbre sobre el impacto de la reforma financiera aprobada en julio de 2010, ya que algunos analistas financieros estiman que si bien ésta podría generar un fortalecimiento del sector financiero también puede repercutir en un incremento del costo del financiamiento y en un endurecimiento de la oferta de crédito para los hogares y las empresas, aspecto que puede debilitar el proceso de recuperación económica.

El FMI¹ proyecta un crecimiento de 4.3% para la economía mundial en 2011, levemente inferior al esperado para 2010 (4.6%); mientras que para los Estados Unidos de América el crecimiento esperado es de 2.9% (3.3% en 2010), para la Zona del Euro de 1.3% (1.0% en 2010), para la República Popular China de 9.6% (10.5% en 2010) y para América Latina y el Caribe de 4.0% (4.8% en 2010). Por su parte, la evolución de las economías de Centroamérica, República Dominicana y Panamá estará condicionada principalmente a la evolución de la economía de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, así como al flujo de remesas familiares y al desempeño del comercio entre los países del área. Las estimaciones del FMI

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

proyectan un crecimiento de 4.0% para 2011 (2.9% en 2010) para esta región.

En el caso de la evolución del precio de las principales materias primas como petróleo, maíz y trigo, que tienen un impacto directo sobre la inflación en Guatemala, los mercados internacionales no proyectan, por el momento, repuntes significativos que pudieran alcanzar los niveles altos récord observados en 2008. Más bien, se estima una relativa estabilidad en los precios a futuro. Por esa razón, se espera que los niveles de inflación a nivel mundial permanezcan relativamente estables en 2011, en 1.5% para los Estados Unidos de América y la Zona del Euro, en 3.4% para la República Popular China y en 7.0% para América Latina; mientras que para Japón se espera una tasa de inflación cercana a cero (-0.2%).

2. Factores de orden interno

En términos generales, se proyecta la continuidad de la recuperación gradual de las tasas de crecimiento de las principales actividades económicas. Asimismo, se prevé cierta prudencia por parte de los agentes económicos en decisiones de inversión, producción, generación de empleo, consumo y ahorro en tanto se consoliden sus percepciones respecto a los cambios esperados en la gestión de las políticas públicas, derivados del año electoral y los cambios en la administración pública, fenómeno que se ha observado en otros procesos electorales. En el caso de la inflación, los pronósticos actuales prevén que se sitúe alrededor de 5.70% en 2011, mientras que las expectativas de los analistas privados proyectan una inflación de 6.36%.

La evolución de la política fiscal podría eventualmente modificar el escenario macroeconómico proyectado, toda vez que el Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 remitido al Congreso de la República plantea un déficit fiscal equivalente al 2.7% del PIB, pero no incluye el gasto potencial para atender el proceso de reconstrucción derivado del impacto de la erupción del Volcán de Pacaya, la tormenta tropical *Agatha* y los daños recientes ocasionados por el invierno copioso. Ante un escenario de tal naturaleza, que no

contempla de momento un aumento sostenido de los ingresos ordinarios, mediante una reforma fiscal integral, sería prudente moderar gradualmente el tamaño del gasto público, dado que un ritmo de expansión como el observado no es sostenible en el mediano plazo y podría poner en riesgo la sostenibilidad de la situación financiera del Gobierno Central y de la deuda pública complicando el manejo de la política macroeconómica. En todo caso, un aumento temporal del gasto focalizado en inversión pública, podría coadyuvar a estimular una mayor tasa de crecimiento económico en el corto plazo.

En el contexto descrito, si la política fiscal continúa siendo expansiva, ello le resta espacios a la política monetaria, la cual podría requerir de ajustes en la tasa de interés líder. Lo anterior hace particularmente importante la necesidad de reforzar las acciones orientadas a mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria para que los ajustes que en su momento requiera dicha política puedan implementarse en forma gradual y oportuna, coadyuvando así a anclar las expectativas de los agentes económicos, las cuales a agosto, si bien habían disminuido, lo hicieron de forma moderada.

III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. INTERNACIONAL

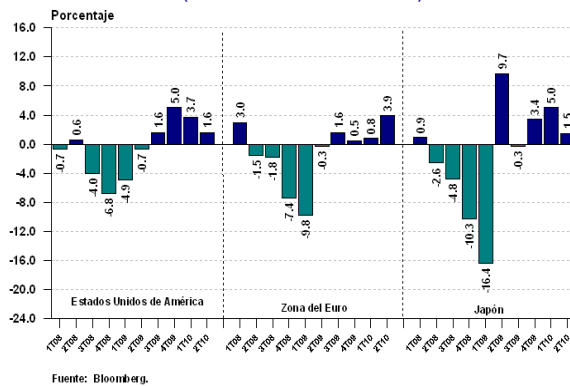
1. La economía mundial a agosto de 2010

a) Crecimiento económico y principales indicadores

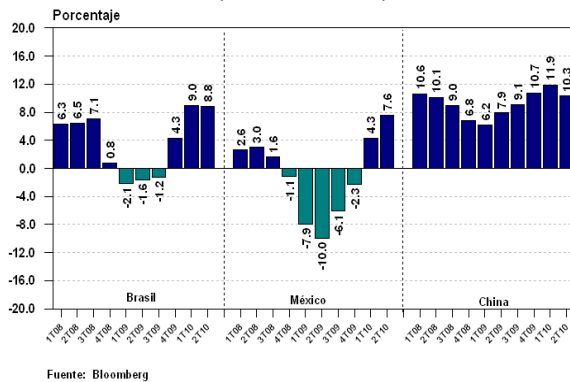
Durante el segundo trimestre del año, la evolución de la actividad económica a nivel mundial y particularmente en las economías emergentes continuó evidenciando signos de expansión. No obstante, algunas de ellas, principalmente Estados Unidos de América y Japón, mostraron tasas de crecimiento menores a las observadas en los dos trimestres previos, comportamiento que incidió en la intensificación de episodios de volatilidad en los mercados financieros en dichas economías y sus posibles efectos a nivel mundial.

alza las proyecciones de crecimiento económico mundial para 2010. Por su parte, ante el desempeño reciente de la actividad económica mundial y en especial en la economía de los Estados Unidos de América, instituciones de análisis como *Consensus Forecast* revisó a la baja el pronóstico de crecimiento de dicha economía para el cierre de 2010.

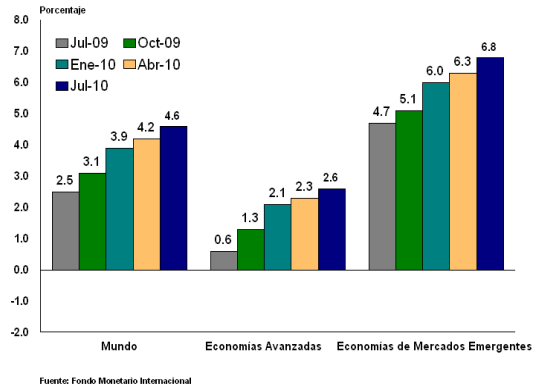
COMPORTAMIENTO DEL PIB 2008-2010
(Tasa intertrimestral anualizada)



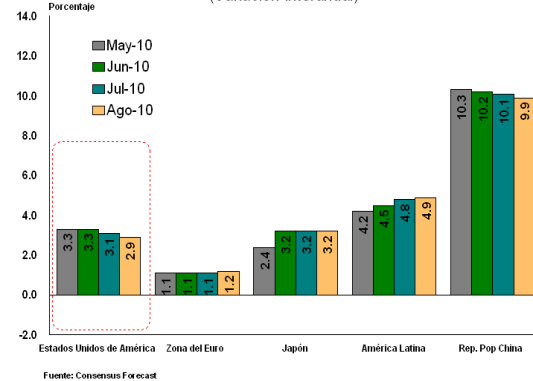
COMPORTAMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL 2008-2010
(Variación interanual)



FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010
(Variación Interanual)



CONSENSUS FORECAST: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010
(Variación Interanual)

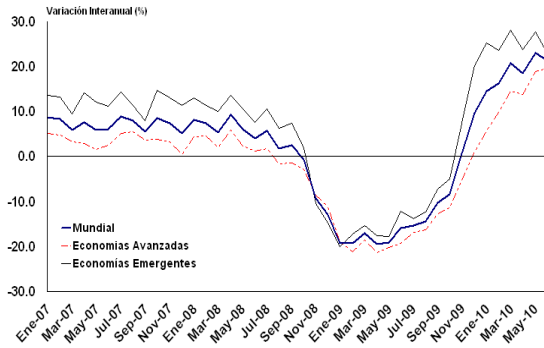


El Fondo Monetario Internacional (FMI), en julio pasado, revisó al

El comercio mundial en el segundo trimestre del año continuó con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2009, aunque en junio mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento. En efecto, según la Oficina de Análisis Económico de Holanda, a junio el volumen creció 21.2%, menor en 1.8 puntos porcentuales al observado el mes previo. El Fondo Monetario Internacional, la cual prevé

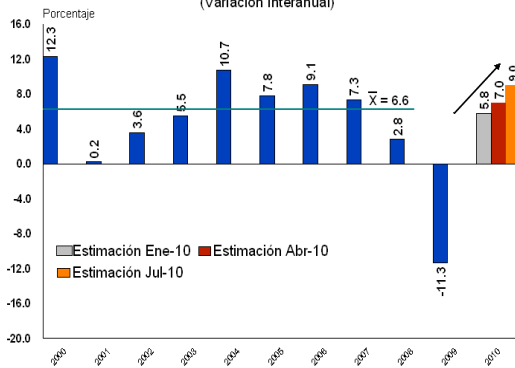
una tasa de crecimiento del comercio mundial de 9.0% para 2010 (valor superior al promedio de los últimos 10 años, 6.6%), mientras que la Organización Mundial del Comercio proyecta 9.5% y prevé que el volumen de las exportaciones aumentará 7.5% en los países desarrollados y 11.0% en los países emergentes.

VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL
ENERO 2007 - JUNIO 2010



Fuente: Oficina de Análisis Económico de Holanda.

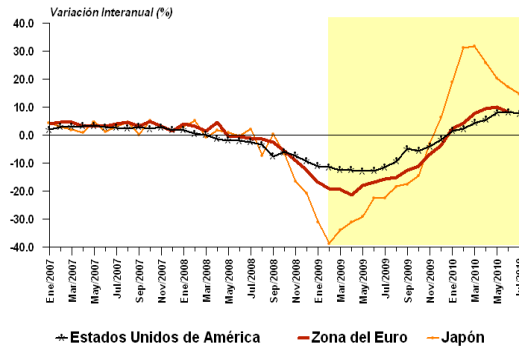
VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL
Años 2000-2010
(Variación Interanual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.
* Proyecciones

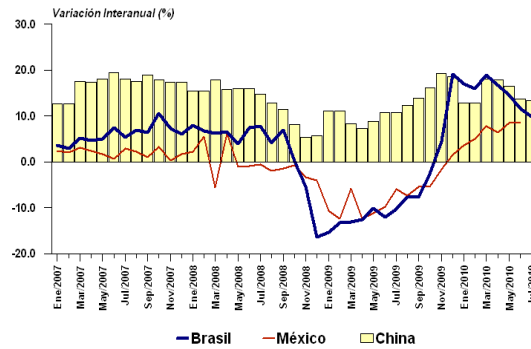
Adicionalmente, los índices de producción industrial, luego de registrar recuperación lenta el primer trimestre de 2010, mostraron un comportamiento a la baja a partir de mayo en Japón y se estancaron en los Estados Unidos de América y la Zona del Euro y los indicadores de confianza, tanto del consumidor como del empresario, se estabilizaron debido, principalmente, a la percepción de que la recuperación sea menor a la proyectada.

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
PERÍODO: 2007 - 2010 ^{a)}



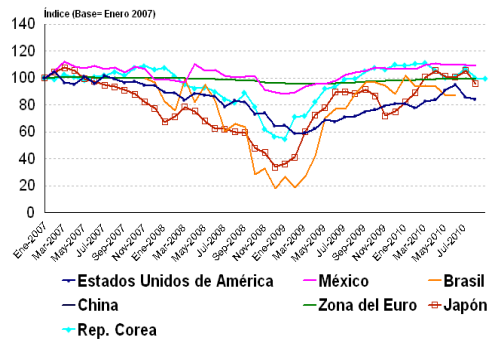
a) Julio 2010
Fuente: Bloomberg.

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
PERÍODO: 2007 - 2010 ^{a)}



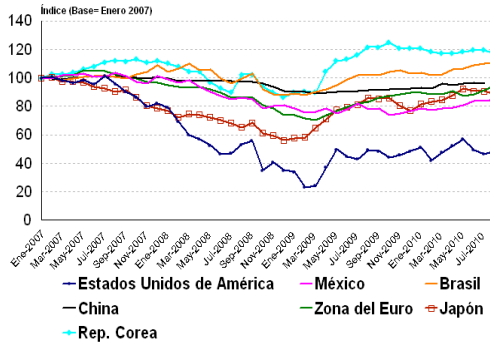
a) Julio 2010
Fuente: Bloomberg.

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL EMPRESARIO



Fuente: Bloomberg.
Datos a agosto de 2010. Brasil a junio.

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Bloomberg.
Datos a agosto de 2010. China a julio.

También se reflejaron nuevos episodios de turbulencia financiera, principalmente en las economías avanzadas. El crédito continúa restringido y algunas instituciones bancarias permanecen expuestas al riesgo de crédito.

b) Economías avanzadas

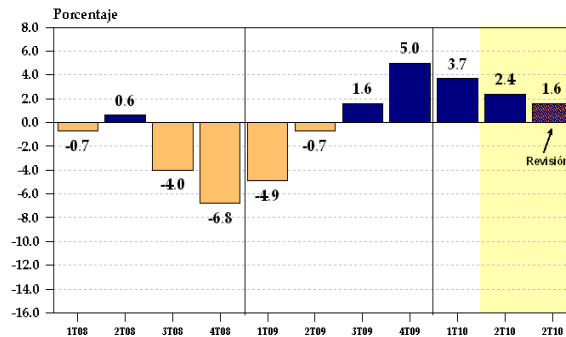
Durante el primer trimestre del año, la economía estadounidense continuó avanzando con la recuperación económica observada a partir del segundo semestre de 2009, al registrar 3.7% de crecimiento. Dicho crecimiento fue revisado al alza, de una estimación inicial de 3.2%². Sin embargo, en el segundo trimestre del año, se desaceleró al registrar un crecimiento de 1.6%, menor al esperado (2.6%) y al observado en el trimestre anterior (3.7%), asociada, principalmente, al descenso en la inversión privada en inventarios.

La Reserva Federal indica que la economía de los Estados Unidos de América mantuvo su expansión; sin embargo, mostró signos generalizados de desaceleración desde mediados de julio hasta finales de agosto³.

² El Departamento de Comercio de los Estados Unidos de América realiza tres revisiones mensuales a cada cifra del PIB trimestral publicada, por lo que el dato definitivo se ratifica tres meses después de publicado.

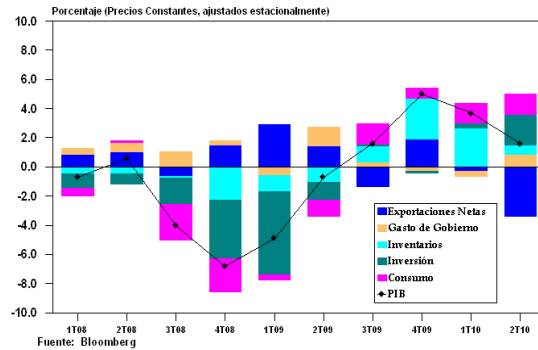
³ Publicación de la Reserva Federal que se realiza ocho veces en el año, en la que se presenta un informe sobre las condiciones económicas en los doce distritos donde se encuentran los bancos regionales de la FED (Libro Beige).

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



Fuente: Bloomberg.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO 2008-2010 (Tasa intertrimestral anualizada)



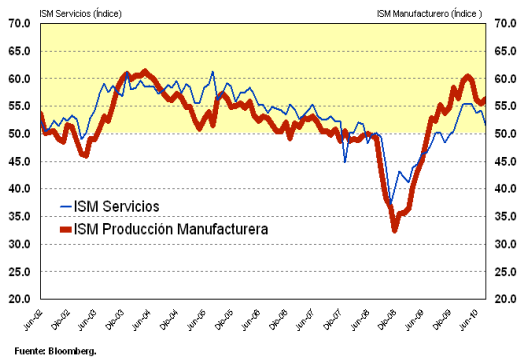
Fuente: Bloomberg

El índice de la actividad económica que elabora el *Institute for Supply Management* (ISM), que mide las expectativas de los productores del sector no manufacturero (servicios) en los Estados Unidos de América y que se considera un indicador anticipado de dicho sector, descendió a 51.5 unidades en julio, de 54.3 registradas en junio, aunque aún permanece en zona de expansión (es decir, por encima de los 50 puntos); este resultado indicaría que la economía podría perder dinamismo durante el segundo semestre, dada la importancia de dicho sector en la actividad económica de ese país.

Dicho resultado contrasta con el del índice del sector manufacturero, también elaborado por el ISM y que compensa en parte los efectos negativos de la caída en el índice de servicios, el cual en agosto registró 56.3, cifra mayor a la esperada por el mercado (52.8).

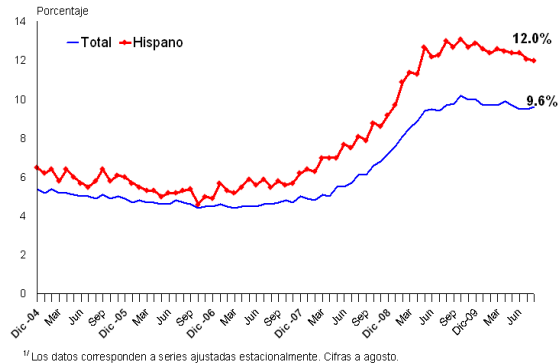
**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: INDICADOR
ADELANTADO DE PRODUCCIÓN MANUFACTURERA Y DE
SERVICIOS**

Junio 2002 - Agosto 2010



La ubicación en zona de expansión de los índices de producción manufacturera y de servicios ha generado un aumento en las nóminas. En efecto, las nóminas privadas en agosto mostraron 67,000 nuevos puestos de trabajo, cifra mayor a la esperada (40,000). No obstante, la tasa de desempleo en agosto se ubicó en 9.6%, mayor a la observada en julio (9.5%), congruente con las expectativas del mercado. Dicha tasa aún continúa en torno a su máximo valor de las últimas tres décadas; por lo que la debilidad del mercado de trabajo continuará siendo un importante factor de riesgo para la determinación del nivel de consumo de las familias.

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

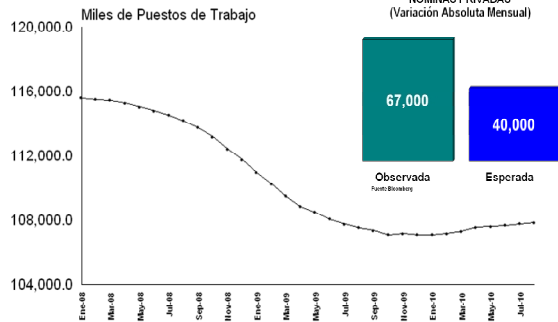


Por otra parte, el sector de la vivienda continuó desacelerándose, pese a que las tasas de interés hipotecarias permanecieron en niveles históricamente bajos; comportamiento que se asocia, principalmente, a las altas tasas de desempleo, así como a la finalización del estímulo del crédito fiscal para la adquisición de vivienda.

Las ventas de viviendas, tanto existentes como nuevas, mostraron una desaceleración de 27.2% y 12.4%, respectivamente, con relación al mes anterior, siendo la caída más fuerte de los últimos ocho años.

**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: NÓMINAS
PRIVADAS**

2008-2010^{a/}

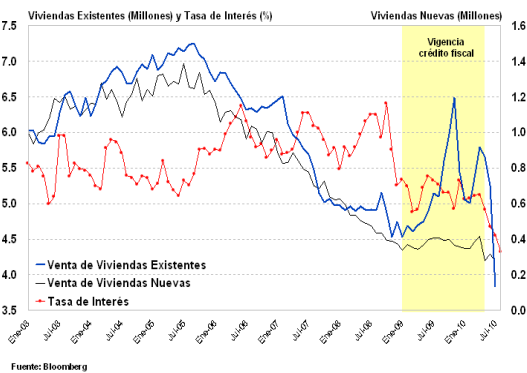


^{a/} Cifras a agosto
Fuente Bloomberg

**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: VENTA DE VIVIENDAS Y TASA DE
INTERÉS HIPOTECARIA**

(Unidades anuales y tasa de interés mensual)

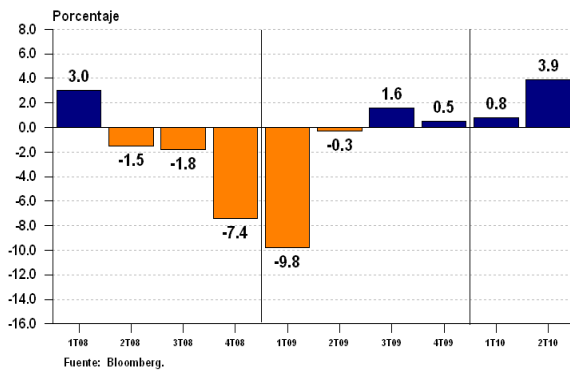
Enero 2003 - Julio 2010



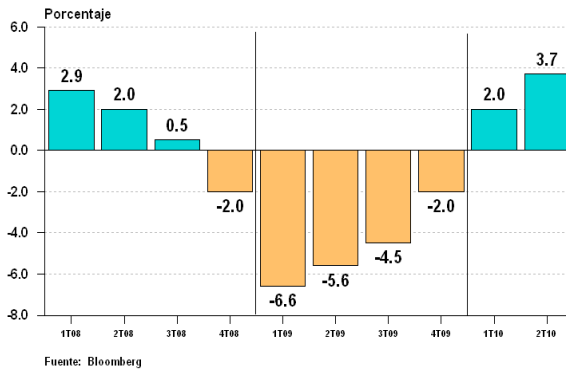
La actividad económica de la Zona del Euro, luego de registrar un dinamismo menor al de los Estados Unidos de América en los trimestres previos, debido, en parte, a los problemas de sostenibilidad fiscal, en el segundo trimestre del año su crecimiento económico se expandió más de

lo proyectado (3.9% de variación trimestral anualizada). En dicho comportamiento incidió el desempeño de la economía de Alemania. En efecto, el producto interno bruto alemán creció 3.7% impulsado por un mayor nivel de exportaciones, asociado a la recuperación de la demanda global, así como a la depreciación acumulada de más del 10.0% del euro respecto al dólar estadounidense.

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



**COMPORTAMIENTO DEL PIB
ALEMANIA 2008-2010**
(Variación Interanual)

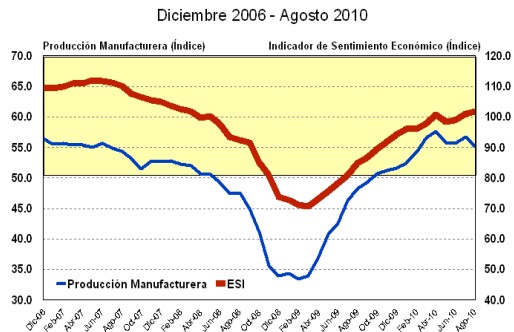


La mejora observada en la actividad económica de la Zona del Euro impulsó la confianza de consumidores y empresarios. En agosto, el Indicador de Sentimiento Económico, alcanzó 101.8 puntos, cifra mayor a la esperada (101.6) y que representa el nivel más alto en más de dos años, dicha confianza podría disminuir en los próximos cuatro meses, debido a los indicios de desaceleración mundial y a los posibles efectos de la política de ajuste fiscal llevada a cabo por los gobiernos europeos.

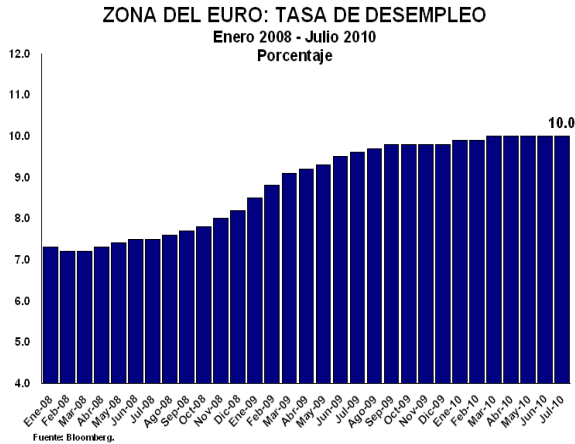
La evolución del Índice de Producción Manufacturera de la Zona del Euro, durante el segundo trimestre del año, registró una tendencia a la baja. Sin embargo, en el tercer trimestre ha tenido un comportamiento mixto. En julio se aceleró al ubicarse en 56.7 puntos, mayor en 1.1 puntos al observado en junio, asociado a la moderación de la crisis de la deuda soberana y a la mejora del mercado laboral, principalmente en Alemania y en agosto se desaceleró al ubicarse en 56.2, asociado, principalmente, a que economías como España e Italia continúan mostrando una débil recuperación.

La tasa de desempleo en la Zona del Euro ha permanecido invariable en 10.0% desde marzo del presente año. Sin embargo, el análisis por país a julio, muestra que en Alemania permaneció en 6.9% (mismo valor observado en junio) y en Italia descendió de 8.5% en junio a 8.4%; en tanto que España registra 20.3%, mayor a la registrada en junio (20.2%). De acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, la tasa promedio de desempleo de la Zona del Euro se ubicará en 10.5% en 2010.

ZONA DEL EURO: PRODUCCIÓN MANUFACTURERA E INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO



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



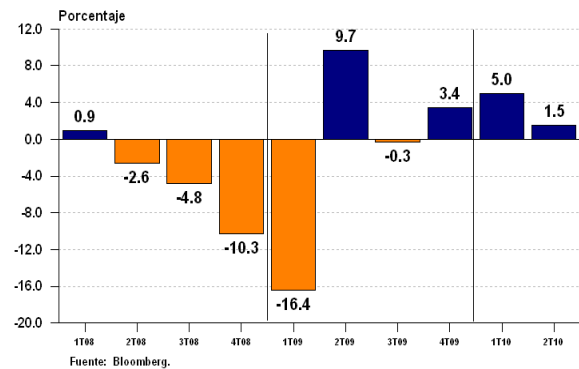
La mejora observada en las economías de la Zona del Euro, así como los resultados positivos de las pruebas de tensión y la aprobación del Mecanismo de Estabilización Europeo⁴ incidieron en revisiones al alza de la actividad económica para el presente año. En efecto, el Fondo Monetario Internacional prevé una tasa de crecimiento de 1.0% (1.2% *Consensus Forecast*). No obstante, esta proyección no refleja una evolución uniforme; por un lado, se prevén tasas de crecimiento positivas en Alemania y en Francia, mientras que en aquellas economías afectadas por la incertidumbre acerca de su sostenibilidad fiscal se anticipan tasas de crecimiento cercanas a cero e incluso negativas.

La recuperación de la demanda en Asia, principalmente de la República Popular China, benefició las exportaciones de Japón, incidiendo en un crecimiento económico de 3.4% en el cuarto trimestre de 2009 y de 5.0% en el primer trimestre de 2010. En el segundo trimestre del año la economía japonesa se desaceleró, al crecer 1.5%, cifra por debajo de la observada en el trimestre previo, asociada, principalmente, a la disminución de la inversión pública y privada.

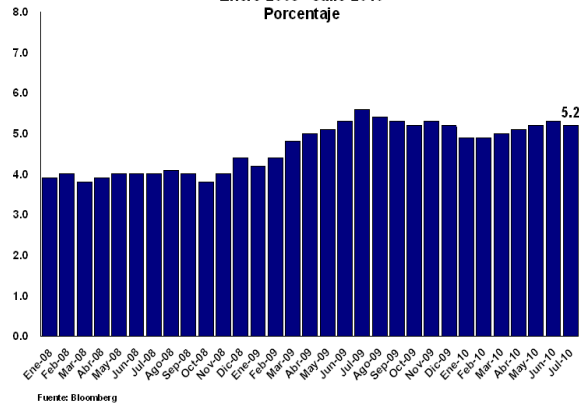
⁴ El Consejo de la Unión Europea aprobó, el 9 de mayo, la creación de un mecanismo europeo de estabilización financiera cuyo objetivo es la concesión de ayuda financiera a un Estado miembro que se encuentre afectado, o gravemente amenazado, por una gran perturbación económica o financiera ocasionada por acontecimientos excepcionales que no puede controlar. Dicha ayuda revestirá la forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro de que se trate.

El indicador anticipado de la actividad industrial *Nomura/JMMA Purchasing Managers Index (PMI)*⁵, desde julio de 2009 se ha mantenido en zona de expansión (arriba de 50 puntos); sin embargo, luego de cinco meses consecutivos de alzas, ha comenzado a desacelerarse. En agosto de 2010 el índice se ubicó en 50.1, menor al 52.8 observado en julio, asociado, principalmente, a la debilidad en la demanda externa derivado de que, de los cinco índices que conforman el PMI, el índice de Órdenes Nuevas, tanto internas como para exportación, fue el que registró la mayor caída. Adicionalmente, la significativa apreciación del yen también ha incidido negativamente en el desempeño de sus exportaciones.

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



JAPÓN: TASA DE DESEMPLEO
Enero 2008 - Julio 2010
Porcentaje



⁵ 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 realizadas a un panel representativo de alrededor de 400 empresas industriales.

Por su parte, la tasa de desocupación en Japón durante los primeros siete meses del año ha permanecido en valores en torno al 5.3%, aunque en julio mostró una leve disminución al ubicarse en 5.2%, menor a la observada en junio (5.3%), encontrándose muy cercana al valor máximo de 5.6% observado en julio de 2009, por lo que continúa siendo un importante factor de riesgo, dada la existencia de presiones deflacionarias.

Las proyecciones del FMI apuntan a que en 2010 Japón crecerá 2.4%, aunque *Consensus Forecast* estima una cifra superior al 3.0%, derivado del efecto positivo del crecimiento en la República Popular China.

c) Economías de mercados emergentes y en desarrollo

Este grupo de economías continuaron mostrando un comportamiento dinámico, lo que refleja que los efectos de la crisis de deuda de algunos países europeos y los episodios de turbulencia financiera mundial todavía no han repercutido en la actividad real de dichas economías. No obstante, el segundo semestre del año podría desacelerarse el ritmo de expansión, adecuándose a una trayectoria sostenible a mediano plazo.

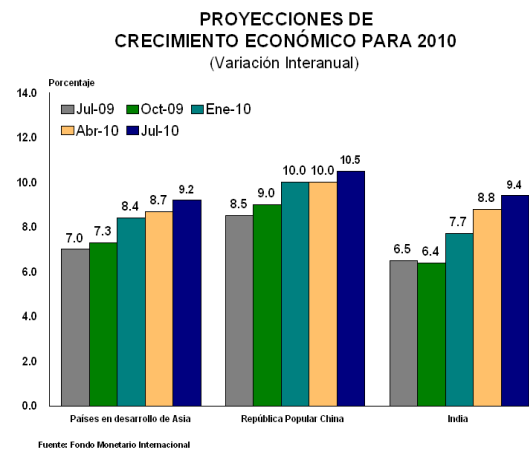
Asia emergente y América Latina siguen presentando un mejor desempeño respecto de Europa emergente debido, principalmente, a la recuperación del comercio mundial y al impulso público a la demanda interna.

i. Países en desarrollo de Asia

Para Asia, el FMI prevé una expansión de 9.2% en 2010 (6.9% en 2009) impulsado, por el dinamismo económico de la República Popular China e India. La economía de la República Popular China crecerá a una tasa de 10.5%, incentivada, principalmente, por la implementación de planes de impulso fiscal y monetario.

Esta economía ha jugado un papel central en mitigar el deterioro de la actividad mundial, como principal demandante de materias primas, aunque su mayor impacto se ha generado en Asia, donde participa de manera activa en el comercio intrarregional, contribuyendo a que

esta región se recupere de manera acelerada.

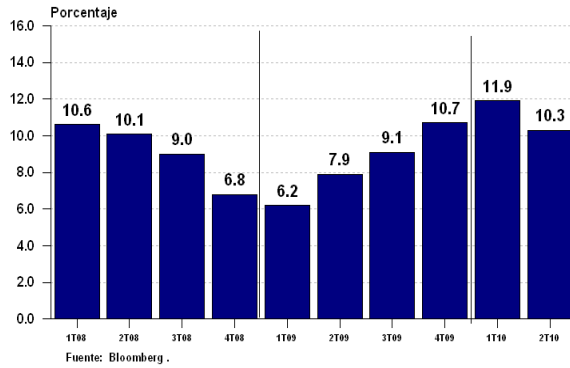


El elevado crecimiento en la República Popular China generó preocupaciones de sobrecalentamiento lo que indujo a las autoridades monetarias y regulatorias del sistema financiero a tomar diversas medidas para controlar la liquidez, entre ellas, aumentos en el encaje bancario, cuotas de crédito mensual y nuevas regulaciones orientadas a endurecer las condiciones crediticias. Como resultado de dichas medidas el crédito al sector privado se ha reducido y se ha evitado un alza importante en el precio de las viviendas; también se desaceleró el crecimiento de la economía en el segundo trimestre del año, al ubicarse en 10.3%, menor al 11.9% del primer trimestre de 2010.

Adicionalmente, la autoridad monetaria comunicó el retorno a la flexibilización de su régimen cambiario, lo que permitiría una gradual apreciación de la moneda, en particular respecto al dólar estadounidense. No obstante, el Banco Popular de China (Banco Central) informó que la implementación será gradual y de acuerdo a la evolución de una canasta de monedas.



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





RECUADRO 1

REPÚBLICA POPULAR CHINA: MEDIDAS CAMBIARIAS RECIENTES
Y CONDICIONES CREDITICIAS

La República Popular China, al igual que el resto de países en el mundo, fue afectada aunque en menor medida, por la crisis económica y financiera global, principalmente a través del canal del comercio; sin embargo, la respuesta de política fue rápida y efectiva. Dicha política, comprendió tres grandes áreas:

1. **Un fuerte estímulo fiscal:** concentrado en gasto en infraestructura, así como un aumento en el gasto social e incentivos tributarios que permitieran apoyar el consumo privado.
2. **Una extraordinaria expansión del crédito:** los bancos chinos otorgaron préstamos nuevos por un total equivalente al 31.0% del PIB en 2009 (US\$1,522.8 miles de millones en préstamos nuevos). Dicha política fue el resultado de la eliminación de los límites al crecimiento del crédito, apoyada por una relajación en la restricción a los préstamos hipotecarios, así como en reducciones en las tasas de interés y en los requerimientos de encaje.
3. **Un tipo de cambio fijo:** en julio de 2005, el banco central comenzó a permitir que el yuan se apreciara frente al dólar estadounidense; en su momento de mayor flexibilidad la tasa de apreciación se encontraba alrededor de 1.0% por mes. Sin embargo, en respuesta al incremento en la volatilidad, tanto en la economía mundial como en los mercados financieros globales, el Banco Central dispuso nuevamente fijar el tipo de cambio en julio de 2008.

En contraste con las medidas planteadas anteriormente, y tomando en cuenta las señales de sobrecalentamiento, en junio de 2010, el Banco Popular de China (Banco Central), anunció que permitiría una mayor flexibilidad en el tipo de cambio, la cual estaría fundamentada en la interacción de la oferta y la demanda de divisas con referencia a una canasta de monedas. Bajo este régimen, se establece que el tipo de cambio puede fluctuar durante el día en una banda de +/- 0.5% de su valor central, el cual es previamente anunciado en el mercado interbancario de divisas.

Las implicaciones económicas tanto para la República Popular China como para otras economías, principalmente para los Estados Unidos de América son positivas. Muchos economistas consideran que una revaluación de las monedas asiáticas podría contribuir al crecimiento de las economías de América, al permitir que el sector exportador se expanda, debido a que se considera que la política cambiaria de la República Popular China ha generado una ventaja competitiva artificial para las empresas chinas en comparación con sus socios comerciales.

Por otra parte, para la economía china también representa beneficios, debido a que dicha revaluación permitiría reducir la participación de la autoridad monetaria en el mercado de divisas, lo que a su vez implica una menor expansión monetaria, ayudando a disminuir las presiones inflacionarias en el país. El Fondo Monetario Internacional argumenta que esta mayor flexibilidad del tipo de cambio también le otorgará mayor independencia a la política monetaria del país.

Cabe indicar que una revaluación del yuan permitiría el fortalecimiento de la demanda interna al elevar el poder adquisitivo de los habitantes. Por otro lado, este ajuste también representa una mejora en el equilibrio mundial, dado que reduce el riesgo de medidas proteccionistas por parte de los Estados Unidos de América y envía señales de una mejora en las relaciones entre la economía estadounidense y la de china.

En lo que respecta a las medidas adoptadas por el gobierno para desacelerar el crecimiento del crédito y las inversiones en el sector inmobiliario, destacan:

1. El aumento en el encaje, el cual se ha incrementado tres veces durante el año, pasando de 15.5% en diciembre de 2009 a 17.0% en julio de 2010 para los bancos grandes y para los bancos medianos de 13.5% a 15.0%.
2. El establecimiento de cuotas máximas de préstamos, con el objetivo de desacelerar el crédito bancario al sector privado, el cual se ubicó por arriba de 31.0% de forma interanual en diciembre de 2009 y actualmente se ubica en 18.4%.

3. Adicionalmente, se implementó una serie de políticas para controlar el mercado inmobiliario, entre ellas el establecimiento de requisitos más estrictos para la concesión de préstamos hipotecarios a los compradores de una segunda vivienda y la prohibición de otorgar préstamos a aquellos que pretenden adquirir una tercera vivienda. En agosto el precio de las viviendas creció 9.3% (variación interanual), cifra menor a la observada en abril de 2010, cuando alcanzó su nivel histórico más alto, ubicándose en 12.8%.

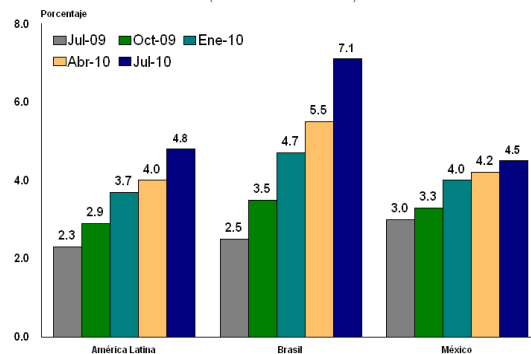
Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Bloomberg* y Union Bank of Switzerland (UBS). *Focus on Chinese Renmimbi*. Junio de 2010.

ii. América Latina y el Caribe

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, la región registraría un crecimiento económico de 4.8% en 2010 (caída de 1.8% estimada para 2009), congruente con la última estimación de *Consensus Forecast*, la cual se prevé alcance 4.9%.

La recuperación económica ha respondido al impulso tanto de la demanda externa como de la demanda interna, mientras que su fortaleza evitó que la volatilidad en los mercados financieros afectara el ingreso de capitales.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2010 (Variación Interanual)

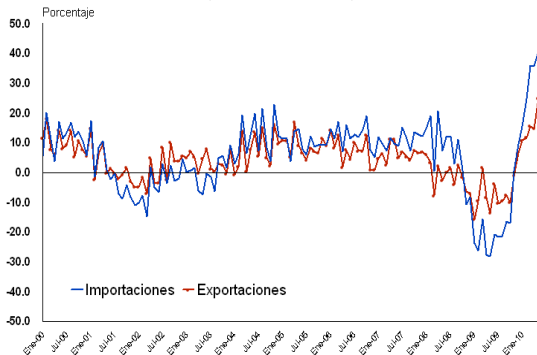


Fuente: Fondo Monetario Internacional

En este comportamiento habrían incidido los factores siguientes: aumento del comercio internacional, aumento de los flujos de capital e incremento de los precios de algunas materias primas. Con relación al volumen de comercio de América Latina, a junio de 2010 las importaciones registran un crecimiento de 30.7% y las exportaciones de 14.0% respecto de igual período del año previo aunque ya comienza a presentar un comportamiento descendente.

Cabe resaltar que las políticas anticíclicas implementadas por las autoridades económicas en América Latina han impulsado la demanda interna y la confianza de los agentes económicos.

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



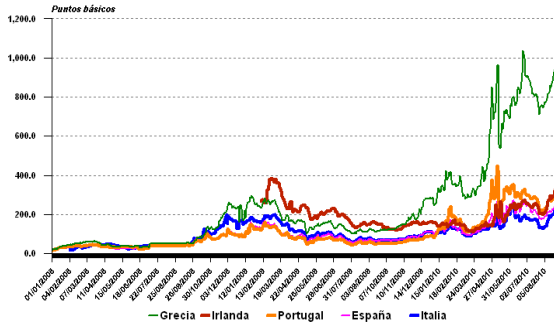
Fuente: Oficina de Análisis Económico de Holanda.

2. Mercados financieros

Luego de conocerse los resultados de las pruebas de tensión realizadas a 91 bancos del sistema bancario europeo, que representan el 65.0% del total de activos del sistema, la turbulencia observada en los mercados financieros disminuyó temporalmente. No obstante, los recientes resultados de los indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América reanudaron los temores en los mercados financieros de una desaceleración

económica a nivel mundial, incidiendo de manera negativa en los indicadores de percepción de riesgos, particularmente, de aquellas economías con problemas fiscales.

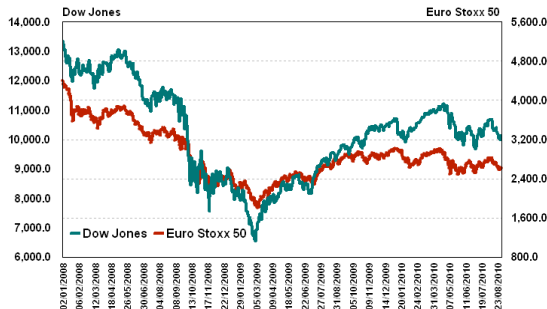
CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD
PERÍODO: 2008 - 2010 ^{1/}



^{1/} Al 31 de agosto. El Credit Default Swap (Permuta de Incumplimiento Crediticio) es un instrumento financiero de cobertura del riesgo. El tenedor de un bono paga una prima (puntos básicos sobre el valor nominal del bono) a la entidad que ofrece el CDS a cambio de que ésta responda por el valor nominal del bono en caso de que el emisor incumpla. La valoración de un CDS se hace en puntos básicos sobre el valor nominal del bono y tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversores. Fuente: Bloomberg.

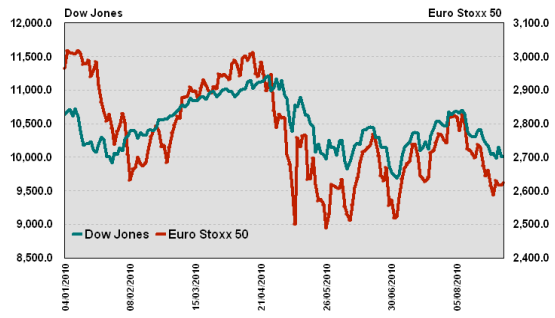
Los episodios de volatilidad en los mercados de capitales en meses recientes también se asocian a esos desequilibrios fiscales en la Zona del Euro y al debilitamiento de la economía estadounidense. En efecto, en agosto luego de conocerse varios indicadores del sector vivienda en los Estados Unidos de América, los mercados de renta variable revirtieron las ganancias obtenidas en julio y se alejaron de los niveles alcanzados antes de la crisis.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA ZONA DEL EURO: PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS
DE ENERO DE 2008 A AGOSTO DE 2010 ^{1/}



^{1/} Al 31 de agosto. 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.

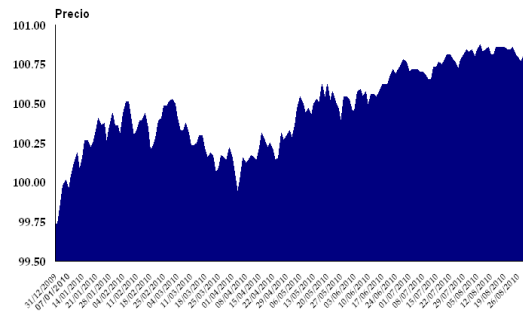
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA ZONA DEL EURO: PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS
DE ENERO DE 2010 A AGOSTO DE 2010 ^{1/}



^{1/} Al 31 de agosto. 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.

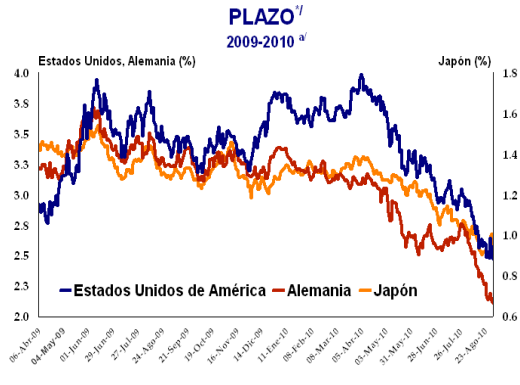
En las economías desarrolladas, la inestabilidad financiera ha ocasionado un mayor apetito por instrumentos de menor riesgo (*flight to quality*), como los bonos del tesoro, los cuales, desde abril, han mantenido una tendencia al alza. Este incremento de la demanda de deuda pública también ha ocasionado un fuerte descenso de las tasas de interés de largo plazo.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: NOTAS DEL TESORO A DOS AÑOS
2009-2010 ^{1/}



^{1/} Al 31 de agosto. Fuente: Bloomberg.

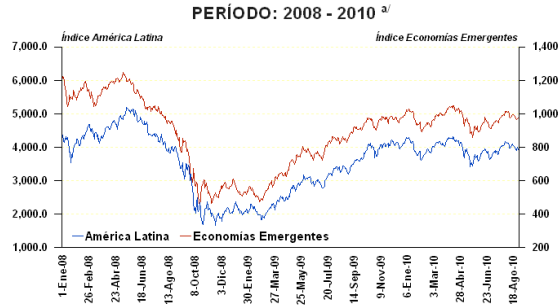
ECONOMÍAS AVANZADAS: TASAS DE INTERÉS DE LARGO



⁷ Al 31 de agosto.
Fuente: Bloomberg.
Corresponde al rendimiento de los bonos a 10 años.

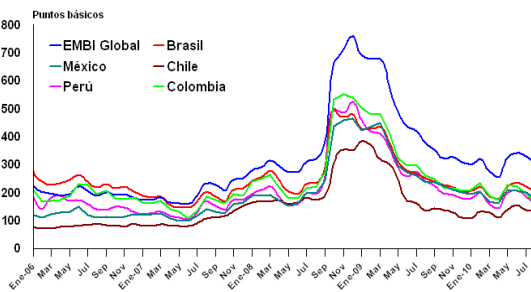
En las economías emergentes, el indicador de riesgo soberano continuó fortaleciéndose, si bien los mercados de renta variable cayeron (aunque en menor cuantía).

MSCI: ECONOMÍAS EMERGENTES Y AMÉRICA LATINA



⁹ Al 31 de agosto.
Fuente: Bloomberg.
MSCI: Es un índice creado por Morgan Stanley Capital International diseñado para medir el desempeño del mercado accionario.
Nota: El índice para América Latina está conformado por 7 países. El índice para Economías Emergentes por 26 países.
Fuente: Bloomberg.

EMERGING MARKETS BOND INDEX GLOBAL SPREAD (EMBI GLOBAL SPREAD)¹¹ Y DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



¹¹ Promedio al 31 de agosto.
¹² El Spread soberano es el premio expresado en puntos base que los inversionistas exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno de un país dentro de Estados Unidos de América. El EMBI global spread (Emerging Markets Bond Index global spread) es un promedio ponderado de spreads soberanos según la capitalización de mercado de cada instrumento. Este índice contiene instrumentos denominados en dólares, emitidos por gobiernos y entidades cuasifinancieras. Incluye, entre otros, Bonos Brady, Eurobonds e instrumentos de deuda emitidos en el mercado local.
Fuente: JP Morgan

De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, existe el riesgo de que si se profundizan las tensiones en los mercados financieros, podría generarse un contagio a nivel mundial, aspecto que ocasionaría aumentos adicionales en los costos de financiación y, por consiguiente, un debilitamiento de los balances de los bancos, incidiendo en una mayor restricción del crédito al sector privado y ello en un deterioro de la confianza de empresas y consumidores. Asimismo, el Banco Mundial no descarta que en el futuro las mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas contrarresten la dinámica de los flujos de capital hacia las economías emergentes y que esto provoque una mayor competencia por recursos; por lo tanto, éstos serían más costosos y harían más difícil el acceso al financiamiento por parte de las economías en desarrollo⁶.

En contraste, los mercados financieros han reaccionado positivamente al anuncio del Comité de Basilea sobre la implementación de nuevos estándares mínimos de capital para el sistema bancario. El paquete de reformas incluye tres aspectos: el primero, que incrementa el requerimiento de capital básico de 2% a 4.5%; el segundo, que establece que los bancos deberán mantener 2.5% de capital adicional para hacer frente a futuros periodos de tensión; y el tercero, que introduce un colchón de capital contracíclico que varía entre 0% y 2.5%, el cual será implementado como herramienta macroprudencial en función de las circunstancias de cada país, con el propósito de proteger al sector bancario en periodos en los que exista un crecimiento excesivo del crédito agregado. Los anteriores requerimientos se complementan con la introducción de indicadores de apalancamiento y de liquidez, los cuales se encuentran en proceso de observación previo a su implementación definitiva.

⁶ Banco Mundial, *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery, 2010.*



RECUADRO 2 REFORMA FINANCIERA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA¹

A raíz de la crisis financiera mundial se plantearon propuestas para fortalecer la regulación financiera tanto en Europa como en los Estados Unidos de América. El 17 de junio de 2009, el Presidente de los Estados Unidos de América, Barack Obama, anunció el plan de reforma denominado “*Financial Regulatory Reform, A new Foundation; Rebuilding Financial Supervision and Regulation*”. Luego de una amplia discusión, la reforma fue conciliada por la Cámara de Representantes y el Senado; fue a su vez sancionada por el Presidente Obama el 21 de julio de 2010 y se publicó como Ley No. 111-203, conocida con el nombre “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”. Entre los aspectos más relevantes que plantea se pueden mencionar los siguientes:

- **Protección al consumidor.** Se crea una entidad única e independiente denominada Oficina de Protección Financiera al Consumidor (CFPA, por sus siglas en inglés), para salvaguardar los intereses del consumidor. La oficina estará asignada a la Reserva Federal y será la encargada de proteger a los estadounidenses de prácticas abusivas y de productos y servicios financieros injustos. Para ello, la oficina tendrá la facultad de redactar y hacer cumplir nuevas normas sobre hipotecas y otros productos financieros; regulaciones más fuertes para mejorar la transparencia y la publicación de información; y, el establecimiento de estándares de aplicación general para oferentes de productos y servicios financieros, sean o no parte de un banco.
- **Estabilidad financiera.** Se crea el Consejo para la Supervisión de la Estabilidad Financiera conformado por las autoridades de los reguladores ya existentes y un miembro independiente. Será presidido por el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América y estará a cargo de identificar y regular a las entidades financieras grandes e interconectadas, que podrían poner en riesgo la estabilidad de todo el sistema financiero. Las entidades sistémicamente importantes estarán sujetas a estándares y regulaciones más rigurosas y a una mayor supervisión. Por otro lado, se crea la Oficina de Investigación Financiera cuyo principal objetivo es recabar información de los participantes del mercado financiero y estandarizarla para reportarla a los demás órganos reguladores del mercado.
- **Mecanismo de resolución de entidades.** Se establece un proceso ordenado de resolución de instituciones financieras no bancarias cuya quiebra pueda tener efectos sistémicos importantes (por ejemplo AIG o *Lehman Brothers* en 2008). Adicionalmente, se impondrán nuevos requerimientos de capital y de apalancamiento financiero para desincentivar a las empresas a ser demasiado grandes para quebrar (“*Too Big to Fail*”) y se fortalecen las funciones de prestamista de última instancia de la Reserva Federal para asegurar el apoyo para el sistema en general. Se otorga la autoridad de liquidación de entidades financieras a la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) y se establecen estándares y mecanismos de supervisión más rigurosos. Con estas acciones se pretende poner fin a la posibilidad de que los contribuyentes terminen rescatando a las entidades con el pago de sus impuestos.
- **Protección al inversionista.** Se fortalecen los poderes de la Comisión del Mercado de Valores (SEC, por sus siglas en inglés), para que pueda proteger de una mejor forma a los inversionistas y regular el mercado nacional de productos derivados. Las disposiciones en esta área pretenden evitar que se observen nuevamente los fracasos de las entidades públicas competentes para detectar fraudes financieros.
- **Regulación de los productos derivados.** Se implementará, por primera vez, una regulación para los productos derivados no estandarizados (conocidos en inglés como “*over the counter derivatives*”), dándole la autoridad a la SEC y a la Comisión del Comercio de Futuros sobre Mercancías (CFTC, por sus siglas en inglés), para que las prácticas irresponsables y la toma de riesgos excesivos puedan ser controladas con el esquema de supervisión y regulación. Además, la mayoría de contratos de derivados tendrán que llevarse a cabo y liquidarse a través de cámaras de compensación centrales, lo que promoverá la confianza de los inversionistas en la liquidación de sus inversiones. También, se adicionarán salvaguardas al sistema para asegurar que los participantes tienen suficientes recursos para cubrir cualquier pérdida inesperada. Adicionalmente, se fortalecerá la titularización de activos por medio de, entre otros aspectos, el establecimiento de un coeficiente de retención por riesgo de pérdida por parte de la titularizadora.
- **Mercado hipotecario.** Se requerirá a los prestamistas asegurar que los prestatarios tengan capacidad para repagar las deudas; se prohíben prácticas de financiamiento injustas; se establecen sanciones para financiamiento irresponsable; se amplían las protecciones de los consumidores en los casos de hipotecas de alto riesgo; se les requiere a los prestamistas divulgarles a los consumidores información adicional sobre los costos de las hipotecas; y se establece una oficina de asesoría en temas de vivienda la cual será liderada por un director nombrado por el Secretario de Vivienda y Desarrollo Urbano.



- **Agencias calificadoras de riesgo.** Se establecen nuevos requerimientos y supervisión para las agencias calificadoras de riesgo. Se crea una Oficina de Calificaciones Crediticias en la SEC, a la cual se le requiere examinar, al menos una vez al año, a las organizaciones que generan calificaciones crediticias y divulgar al público los resultados de las evaluaciones. También se requiere a estas organizaciones divulgar sus metodologías y otra información relevante sobre las calificaciones que otorgan y se implementarán disposiciones para reducir los conflictos de interés en las mismas.
- **Fondos de cobertura y otros fondos de capital privado.** Se llena el vacío regulatorio que permitía a los fondos de cobertura estar al margen de cualquier regulación. Con las nuevas disposiciones se les requiere a la mayoría de asesores de fondos de capital privado que se registren con la SEC y se les sujeta a una regulación de riesgo sistémico.
- **Oficina de seguros.** Se crea una Oficina Federal de Seguros, la cual monitoreará todos los aspectos relacionados con la industria de seguros, incluyendo la identificación de problemas o vacíos en la regulación de las aseguradoras que puedan generar una crisis en el sector y debilitar al sistema financiero en general.
- **Compensación de ejecutivos y gobierno corporativo.** Se dan facultades a los accionistas de las empresas para decidir en cuanto a la compensación de los ejecutivos y se garantiza una mayor rendición de cuentas por parte de éstos. También se habilita a los reguladores para prohibir prácticas de compensación riesgosas o inapropiadas y se les requiere a las entidades financieras la divulgación de las estructuras de compensación

¹ *Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. The House Financial Services Committee. Estados Unidos de América, 2010.*



RECUADRO 3

LAS PRUEBAS DE TENSIÓN EN EL SISTEMA BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA¹

La aplicación de pruebas de tensión a las entidades financieras permite establecer la capacidad de dichas entidades para absorber choques específicos, tanto en forma individual como a nivel del sistema financiero en su conjunto, así como para identificar debilidades y riesgos e implementar acciones para garantizar el mantenimiento de la estabilidad financiera. Estos ejercicios también han sido utilizados en contextos de alta incertidumbre sobre la situación de las entidades financieras, ya que la divulgación de los resultados puede contribuir a restablecer la confianza de los agentes económicos en los sistemas financieros respectivos, especialmente si el proceso se acompaña de planes específicos para atender los casos de entidades que generaron resultados negativos.

El ejercicio de pruebas de tensión más reciente fue realizado por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, por sus siglas en inglés), en coordinación con el Banco Central Europeo y con los entes reguladores de cada país, cuyos resultados fueron divulgados el 23 de julio de 2010. A continuación se presentan los aspectos más relevantes.

- **Características del ejercicio.** Se incluyeron 91 bancos que en conjunto representan el 65% del total de activos del sector bancario de la Unión Europea. Los bancos para cada país se escogieron en forma descendente, de manera tal que cubrieran al menos el 50% de los activos de cada sector bancario nacional. El ejercicio se contempló para un horizonte de dos años y se centró en los riesgos de crédito y de mercado, incluyendo la exposición de los bancos a la deuda soberana europea.
- **Metodología:** Para evaluar el riesgo de crédito se contemplaron dos escenarios. El escenario base que supone una recuperación gradual de la economía, con un crecimiento del PIB para la Zona Euro de 0.7% en 2010 y de 1.5% en 2011 y, el escenario adverso que supone una nueva recesión, con un crecimiento del PIB para la Zona del Euro de -0.2% en 2010 y de -0.6% en 2011. En ambos escenarios se supone un comportamiento específico para: (i) el crecimiento del PIB real de la Zona del Euro y la Unión Europea; (ii) la tasa de desempleo; (iii) la inflación, (iv) las tasas de interés de corto y largo plazos; y, (v) el tipo de cambio nominal. Adicionalmente, en el escenario adverso se supone un choque de confianza que afectaría la demanda mundial y un choque a la curva de rendimientos de la Unión Europea originado por el mayor deterioro de la crisis de deuda soberana. Por otro lado, para evaluar el riesgo de mercado, las pruebas de tensión se realizaron bajo los dos escenarios macroeconómicos indicados y adicionalmente se aplicó un conjunto de parámetros de mercado a las posiciones de los bancos.
- **Resultados.** Las pruebas de tensión evidenciaron pérdidas potenciales por 566 billones de euros al final de los dos años del ejercicio. Únicamente 7 de los 91 bancos no pasaron el umbral del ejercicio fijado en una razón de capital de nivel 1 (Tier I) superior o igual al 6%. Las entidades que no pasaron la prueba fueron un banco alemán, un banco griego y cinco cajas de ahorro de España, las cuales ya se encuentran en un proceso de reestructuración ordenada.
- **Comentarios sobre el ejercicio.** De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el ejercicio realizado complementa las medidas ya adoptadas para fortalecer el sistema financiero del área, mejora la transparencia y coadyuva a aumentar la confianza del mercado. Por su parte, la Agencia Calificadora de Riesgo *Moody's Investor Services* señaló que los resultados de las pruebas son, en términos generales, congruentes con sus propias evaluaciones y calificaciones de riesgo de crédito. Para *Moody's* las características comunes de las siete entidades que no pasaron la prueba incluyen balances con montos significativos de activos inmobiliarios con problemas, bajos niveles de capital y proyecciones de ganancias relativamente pobres. Asimismo, considera que la divulgación de los resultados de las pruebas de tensión fortalecerá la transparencia y contribuirá, en el corto plazo, a restablecer la confianza de los inversionistas en los bancos europeos.

¹ *Aggregate Outcome of the 2010 EU Wide Stress Test Exercise Coordinated by CEBS in Cooperation with the ECB*, Comité de Supervisores Bancarios Europeos. Julio de 2010; y *"CEBS Stress Test Results: European Bank Ratings Unaffected"*, *Moody's Investors Service*. Julio de 2010.

La turbulencia en los mercados financieros ha causado una apreciación del dólar estadounidense frente a las monedas convertibles de Europa, como el euro, la libra

esterlina y el franco suizo; no así ante las monedas de Japón, Chile, Perú y Colombia, donde registra una tendencia a la depreciación. Las monedas latinoamericanas

se han visto fortalecidas por una mejora en los precios de los *commodities*, así como por los mayores flujos de capital asociados a su mejor desempeño económico.

económica y del empleo ha sido más lento por lo que el desempeño económico actual permite justificar niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un período prolongado.

TIPO DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS					
Moneda por US Dólar					
	Tipo de Cambio			Variación	
	Ai 31-12-08	Ai 31-12-09	Ai 31-08-10	2009/2008	2010/2009
Zona del Euro	0.72	0.69	0.79	-3.48	13.48
Reino Unido	0.69	0.62	0.65	-9.73	5.27
Suiza	0.94	0.97	0.98	3.28	1.47
Japón	90.70	92.67	84.12	2.17	-9.22
México	13.82	13.09	13.21	-5.32	0.94
Brasil	2.33	1.74	1.76	-25.34	0.90
Chile	636.45	506.43	502.75	-20.43	-0.73
Perú	3.14	2.88	2.80	-8.19	-2.97
Colombia	2251.71	2044.23	1826.45	-9.21	-10.65

Fuente: Bancos Centrales.

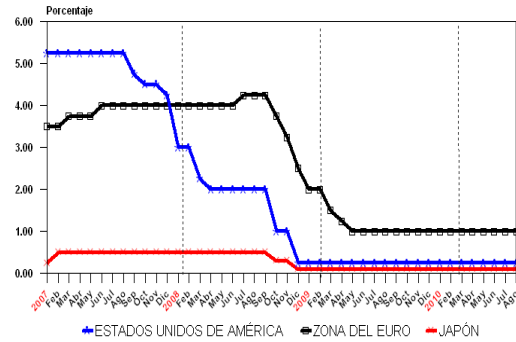
Nota: Signo positivo significa depreciación, signo negativo significa apreciación.

Con relación a la política monetaria mundial, las decisiones sobre los cambios en la tasa de interés por parte de los bancos centrales han sido mixtas, evidenciando cierta pausa en el proceso de ajuste debido a la incertidumbre en los mercados internacionales y al temor de una ralentización de la economía global.

En América Latina, Brasil fue el primero en iniciar el ciclo de alzas en las tasas de interés de referencia de la política monetaria, acumulando a julio un incremento de 200 puntos básicos en lo que va del año; sin embargo, debido a que las proyecciones de inflación se encuentran dentro de la meta establecida, y a que el crecimiento económico actual no generaría presiones inflacionarias adicionales, en agosto ya no la modificó. Los bancos centrales de Perú y Chile elevaron sus tasas de interés (acumulando a agosto 125 y 150 puntos básicos, respectivamente) y los analistas anticipan que Chile haría un cuarto ajuste al alza en su tasa de política en septiembre.

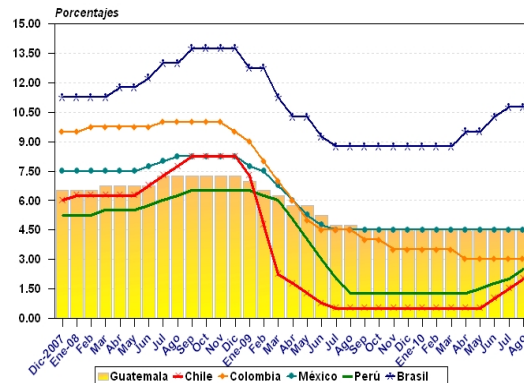
Las expectativas del mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de interés de política monetaria, particularmente en las principales economías desarrolladas, se postergan, en algunos casos incluso hasta el segundo semestre del próximo año, ante la posibilidad de desaceleración de sus economías, y por ende en la recuperación de la economía mundial. En concordancia con lo anterior, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, en agosto mantuvo sin cambios su tasa objetivo, aduciendo que el ritmo de la recuperación

TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, ZONA DEL EURO Y JAPÓN
AÑOS 2007-2010



Fuente: Bloomberg.

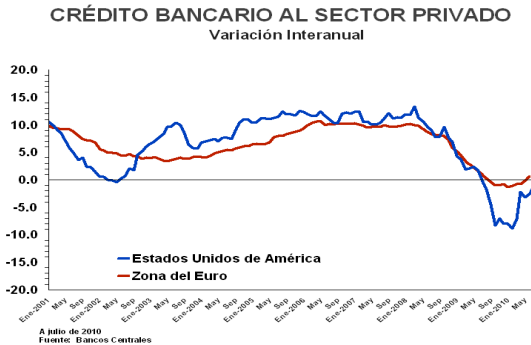
COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN



El crédito bancario al sector privado continúa deprimido, tanto por condiciones crediticias aún restrictivas como por una menor demanda, debido al alto nivel de endeudamiento, tanto de las empresas como de los hogares, y a la debilidad del mercado laboral. No obstante, esta evolución resulta coherente con la respuesta normalmente retardada de la evolución de los préstamos respecto de la actividad económica, característica del ciclo económico.

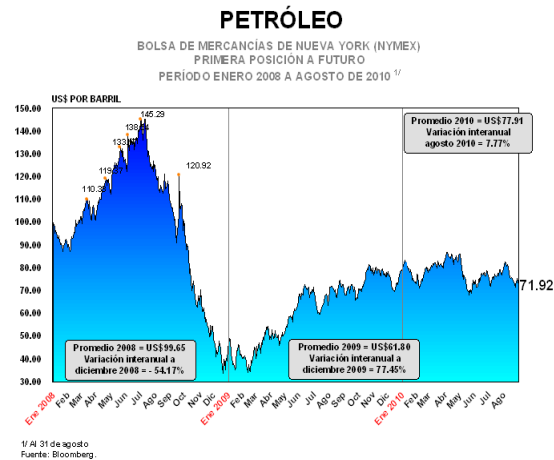
En julio, el crédito bancario al sector privado en la Zona del Euro muestra, por primera vez desde septiembre de 2009, una variación interanual positiva, aunque leve,

mientras que en Estados Unidos de América aún permanece en tasas interanuales negativas.



3. Precios internacionales de algunas materias primas

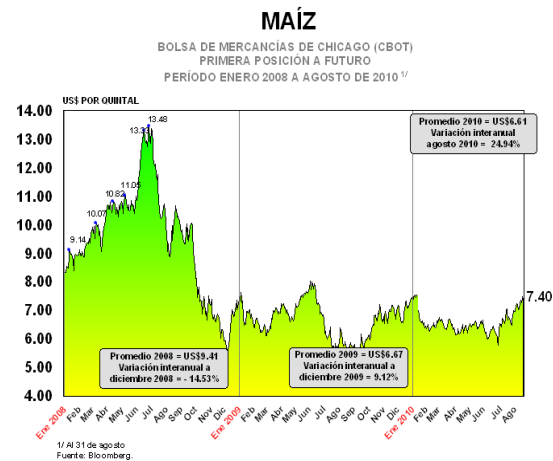
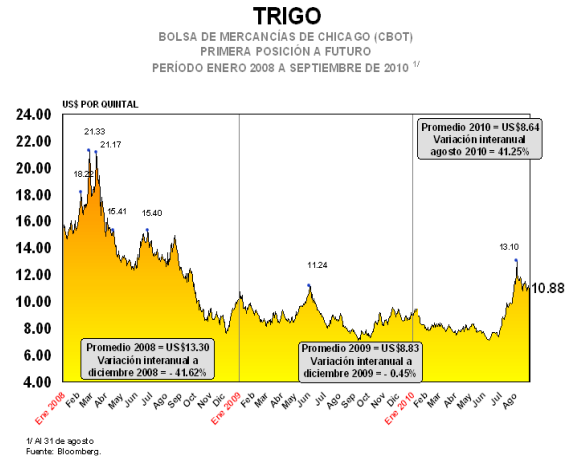
El precio internacional del petróleo ha permanecido relativamente estable, asociado al comportamiento económico mundial; a agosto registró una variación interanual de 7.7%.



En relación a los precios internacionales del trigo y del maíz, éstos mantuvieron un comportamiento al alza en julio y agosto. En el caso del trigo, el alza se intensificó en la última semana de julio, debido a problemas climáticos que afectaron a los principales productores del grano. En Canadá y en el este de Europa, las inundaciones dañaron cosechas, mientras que una sequía dañó las plantaciones en Rusia. El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América proyecta cosechas con récords máximos en la economía estadounidense, principal

productor del grano; por lo tanto, los precios a futuro del trigo no anticipan incrementos significativos para 2011.

Por su parte, el precio del maíz ha mantenido un comportamiento estable, con leves aumentos en agosto, debido a la mayor demanda por parte de la República Popular China, que busca abastecer su mercado interno debido a una caída en la producción, afectada especialmente, por condiciones climáticas desfavorables.



4. Inflación

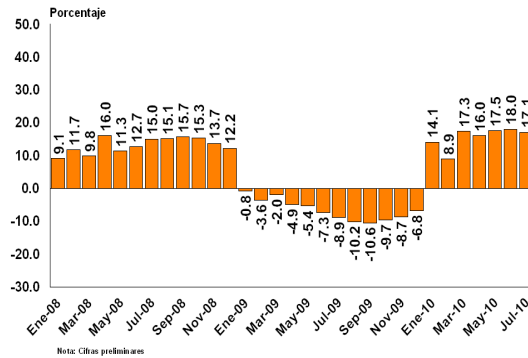
Durante el primer semestre del año, las revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial impulsaron los precios de los *commodities*, lo que incidió en mayores presiones inflacionarias, principalmente, en las economías emergentes. Al respecto economías como las de Brasil, Chile y Perú aumentaron sus tasas de política monetaria con la finalidad de anclar las expectativas y

reducir dichas presiones. Sin embargo, otras economías ante el proceso de desaceleración observado durante julio y agosto y el riesgo de ralentización de la economía mundial que reduce las presiones inflacionarias, han dado una pausa a la reversión de las medidas de estímulo monetario, principalmente en las economías avanzadas.

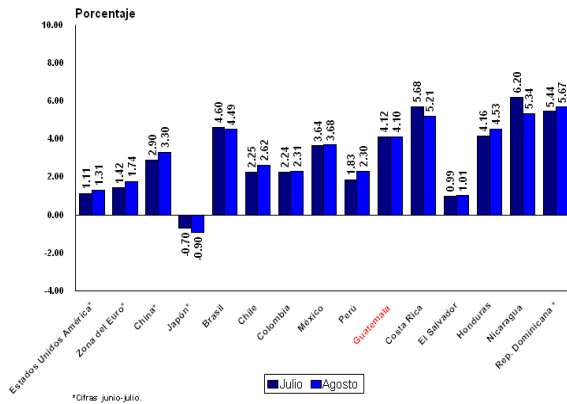
Las expectativas para finales de 2010 apuntan a que en las economías avanzadas la inflación continúe en niveles moderados, dado que la utilización de la capacidad instalada es baja, mientras que en las economías emergentes se habrían reducido las presiones inflacionarias.

recuperación económica no sólo del país sino de los principales socios comerciales.

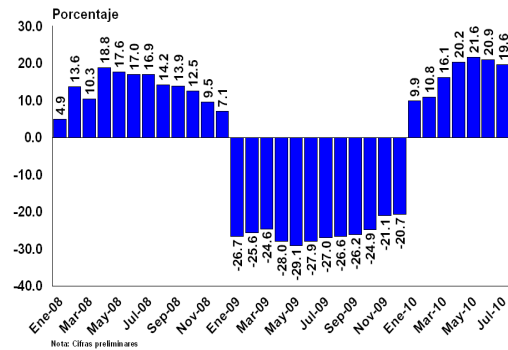
VALOR FOB DE LAS EXPORTACIONES TOTALES
COMERCIO GENERAL
Enero 2008 - Julio 2010
(Tasa de variación interanual del valor acumulado)



RITMO INFLACIONARIO
JULIO - AGOSTO 2010



VALOR CIF DE LAS IMPORTACIONES TOTALES
COMERCIO GENERAL
Enero 2008 - Julio 2010
(Tasa de variación interanual del valor acumulado)



B. NACIONAL

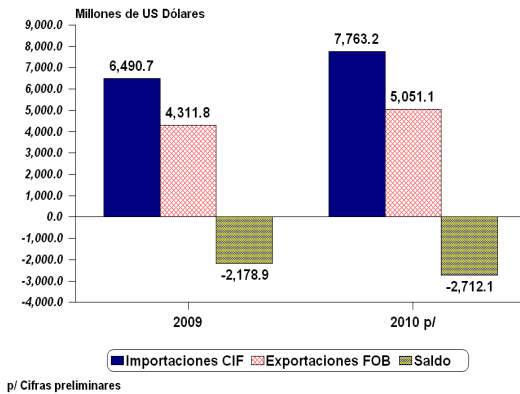
1. Balanza comercial a julio de 2010, Reservas Monetarias Internacionales Netas y tipo de cambio nominal

a) Balanza comercial a julio de 2010

Congruente con el mayor dinamismo registrado en el volumen de comercio mundial, el comercio exterior de Guatemala ha mostrado una marcada recuperación, luego de la severa contracción en 2009. En efecto, desde enero del presente año, el valor de las exportaciones ha mostrado tasas de crecimiento de dos dígitos siendo la tasa máxima de variación interanual de 18.0% (en junio), en tanto que el valor de las importaciones registró una tasa máxima de 21.6% (en mayo). El mayor dinamismo de las exportaciones e importaciones, refleja la

En ese contexto, a julio de 2010 la balanza comercial registró un déficit equivalente a 6.6% del PIB (equivalente a US\$2,712.1 millones), superior al 5.8% del PIB de 2009 (equivalente a US\$2,178.9 millones).

BALANZA COMERCIAL
A julio de cada año



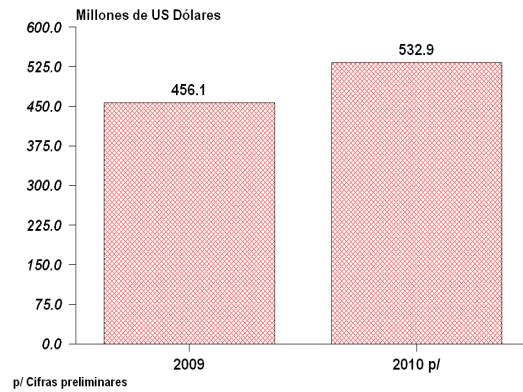
El crecimiento de las exportaciones se sustenta en el dinamismo de los principales productos, los cuales a julio crecieron en términos de valor 20.1% respecto de igual período del año anterior, destacando las mayores exportaciones de café y de azúcar.

El valor de las exportaciones de café, registra un incremento de 16.8%. El cuanto al volumen exportado se identifica un incremento en el primer trimestre que se explica, fundamentalmente, por el aumento en la demanda de algunos países europeos, Canadá y Japón; en el segundo trimestre el volumen cayó en parte por la pérdida de producción y daños a las plantaciones a consecuencia de los efectos de la tormenta tropical *Agatha* y de la erupción del Volcán de Pacaya. En lo que respecta al precio medio por quintal, éste registró un aumento interanual de 20.7% a julio, el cual de acuerdo con información de la Organización Internacional del Café (OIC), se asocia a la disminución en la producción de café por parte de Brasil, debido a la bianualidad de las cosechas⁷; a los cambios climáticos que afectaron la producción de Colombia desde 2009, así como a la renovación de sus áreas de cultivo; y a la disminución en la producción de México y de algunos países de África. Cabe destacar que del precio medio del café mantiene la tendencia al alza iniciada desde principios de 2002 y a la fecha

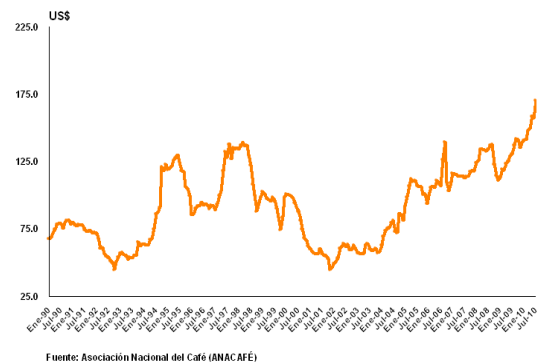
⁷ Se refiere a que a una temporada de alta producción le sigue una de baja producción con la consecuente necesidad de crear reservas de café para su posterior exportación.

registra los mayores niveles en los últimos veinte años.

EXPORTACIONES (FOB) DE CAFÉ
A julio de cada año

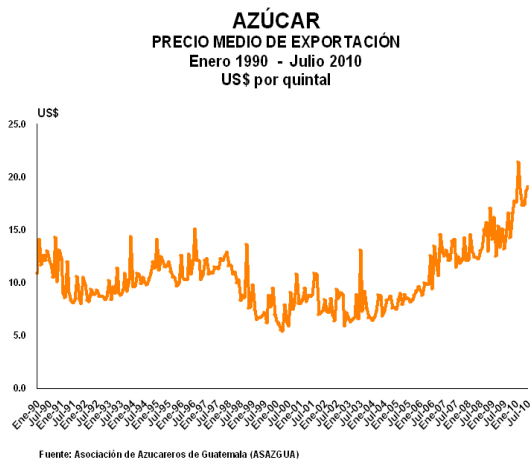
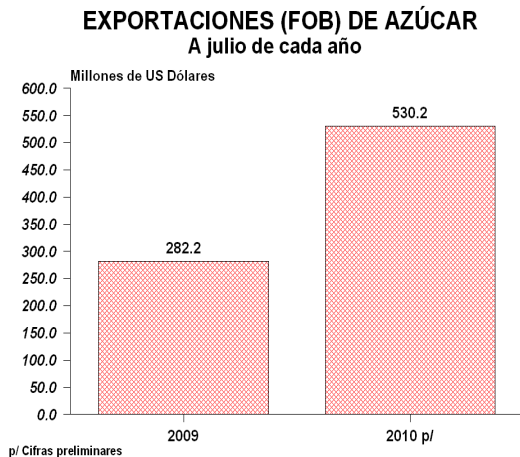


CAFÉ
PRECIO MEDIO DE EXPORTACIÓN
Enero 1990 - Julio 2010
US\$ por quintal



En cuanto al valor de las exportaciones de azúcar, éste aumentó de 87.9% respecto al registrado a julio de 2009, resultado tanto del aumento de 40.8% en el volumen exportado como de 33.4% en el precio medio. De acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), hubo 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; asimismo se incrementó la cuota de azúcar de Guatemala y de otros 24 países que exportan el edulcorante hacia los Estados Unidos de América con una tarifa preferencial amparada en el Tratado de Libre Comercio con dicho país. En el comportamiento del precio incidieron las caídas en la oferta mundial por reducción en

la producción de caña de azúcar en países como India, ante una sequía que afectó sus plantaciones; y Brasil donde el exceso de lluvias dañó la producción. El precio medio del azúcar también registró precios récord no observados en las últimas dos décadas.



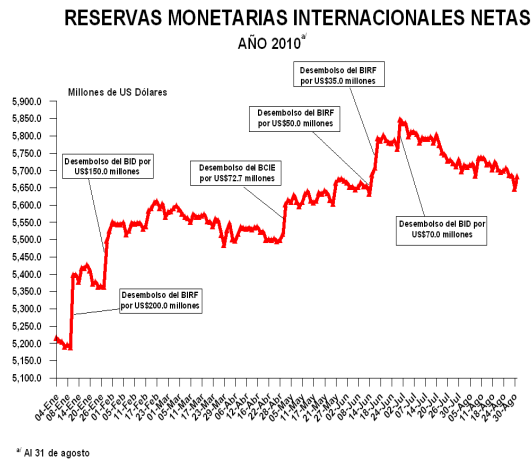
Con relación al crecimiento en el valor de las importaciones, cabe destacar que las importaciones de Combustibles y Lubricantes se incrementaron 25.2%, las de Materias Primas y Productos Intermedios 25.1%, las de Bienes de Consumo aumentaron 13.7% y las de Maquinaria, Equipo y Herramienta 14.7%. Asimismo, las importaciones asociadas a la producción amparada en el Decreto 29-89 registraron un aumento de 23.4%; sin embargo, disminuyeron las importaciones de Materiales de Construcción en 0.3%.

b) Reservas Monetarias Internacionales Netas

Las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) han mantenido una tendencia creciente, registrando al 31 de agosto un nivel de US\$5,681.9 millones, lo que representa un aumento de US\$469.3 millones respecto del nivel observado a finales del año anterior. En dicho comportamiento ha sido determinante el flujo de capital del Sector Público no Financiero, resultado de desembolsos de préstamos que a agosto totalizaron US\$672.7 millones⁸; adicionalmente, los rendimientos de las reservas monetarias internacionales por US\$84.3 millones; y las compras de divisas del Banco Central en el mercado cambiario por US\$49.4 millones, especialmente en el primer trimestre del año. En el caso de los egresos, destacan los pagos relativos al servicio de la deuda pública externa del Sector Público no Financiero por US\$308.7 millones y los pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$116.9 millones.

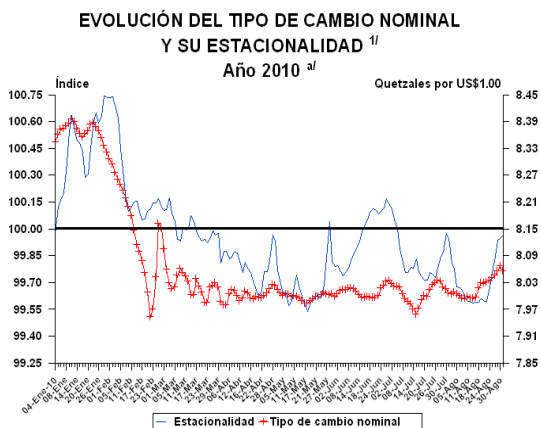
El referido nivel de RMIN refleja la sólida posición externa del país, dado que con dicho monto se podrían cubrir 5.2 meses de importaciones (4.5 meses al 31 de agosto de 2009) o el equivalente de 10.5 veces el monto del servicio de la deuda pública externa de un año (9.3 veces al 31 de agosto de 2009) o el equivalente de 3.5 veces la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

⁸ Del total de desembolsos recibidos en 2010, US\$350.0 millones corresponden a recursos para apoyo presupuestario provenientes del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).



c) Tipo de cambio nominal

En general, el comportamiento del tipo de cambio nominal ha sido congruente con sus factores estacionales, mostrando una relativa estabilidad entre marzo y agosto del presente año. En efecto, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y de venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación de 3.53%, al pasar de Q8.34950 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2009 a Q8.05441 por US\$1.00 el 31 de agosto de 2010, en tanto que, entre el 1 de marzo y el 31 de agosto la apreciación fue de únicamente 0.61%.



^{1/} Estacionalidad base: 2000-2007

^{2/} Al 31 de agosto

El comportamiento estacional se asocia a la evolución de algunos ingresos y egresos de divisas asociado a los ciclos de producción de los bienes para exportación y a temporadas para importaciones; a la evolución de los flujos de capital privado, los cuales según datos de la balanza cambiaria, registraron un incremento de US\$514.5 millones entre el 1 de enero y el 26 de agosto, el cual es mayor al registrado en igual período de 2009 (US\$344.0 millones); a la formación de expectativas de los agentes económicos, las cuales, habían derivado de una mejor percepción respecto del desempeño esperado de la economía mundial para 2010 y sus efectos positivos en la economía nacional. El Banco de Guatemala de conformidad con la resolución JM-145-2009, del 23 de diciembre de 2009, participa en el mercado cambiario 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 hacia la apreciación o depreciación cambiaria, durante los primeros ocho meses del año, participó en el mercado cambiario comprando US\$149.6 millones, de los cuales US\$132.6 millones se compraron en febrero.

2. Situación de las finanzas públicas

En 2010, la evolución de las finanzas públicas continuó manteniendo una postura moderadamente anticíclica, cuyo objeto es enfrentar, mitigar y superar el impacto negativo de la desaceleración económica experimentada desde 2009. La no aprobación del presupuesto 2010, generó retos importantes para la gestión de las finanzas públicas en materia de readecuación y priorización del gasto público y, por los desastres naturales ocurridos en el país, a partir de mayo demandaron una atención de la emergencia y de financiar un programa de reconstrucción del país sin poner en riesgo la disciplina fiscal dado el rápido crecimiento del gasto el cual debiera moderarse dado que dicha expansión no puede ser sostenible en el mediano plazo sin ingresos corrientes adicionales.



Al 31 de agosto de 2010, el presupuesto para 2010⁹ fue ampliado en tres ocasiones, mediante decretos números 8-2010 por Q860.0 millones, 11-2010 por Q111.3 millones y 19-2010 por Q300.0 millones, con lo cual asciende a Q51,303.2 millones¹⁰. Es importante indicar, que por medio de los Acuerdos Gubernativos números 356-2009 y 157-2010, se establecieron cuotas financieras cuatrimestrales, con el propósito de que los gastos de las entidades públicas fueran congruentes con la estimación de los ingresos a percibir¹¹.

a) Análisis de la situación financiera del gobierno central

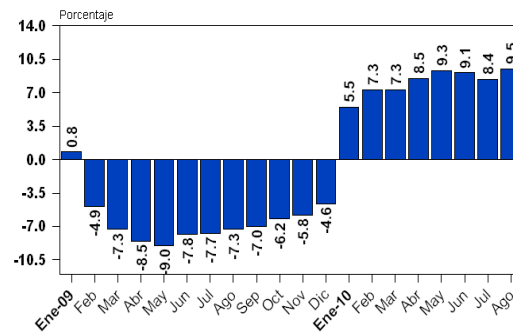
A agosto de 2010, los ingresos totales registraron un crecimiento de 10.0%, respecto de igual período del año anterior. Dicho comportamiento es el resultado, principalmente, de la evolución favorable en la recaudación tributaria (9.5%).

⁹ Como consecuencia de la no aprobación del Proyecto de Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2010 por parte del Congreso de la República y de conformidad con lo que indica la Constitución Política de la República, rigió de nuevo el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009, aprobado mediante Decreto No. 72-2008 del Congreso de la República, por un monto inicial de Q49,723.1 millones, ampliado por el Decreto No. 26-2009 en Q308.8 millones, con lo que el presupuesto de apertura 2010 ascendió a Q50,031.9 millones, según Acuerdo Gubernativo Número 356-2009, en el cual se aprobó la distribución analítica del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado.

¹⁰ El Congreso de la República aprobó mediante Decreto No. 30-2010 (pendiente de publicación en el Diario Oficial) una ampliación al presupuesto del presente ejercicio fiscal por Q1,300.0 millones, recursos que se destinarán a atender parcialmente el programa de reconstrucción derivado de los daños ocasionados por la tormenta tropical *Agatha* y la erupción del Volcán de Pacaya. En consecuencia, el presupuesto vigente para 2010 asciende a Q52,603.2 millones.

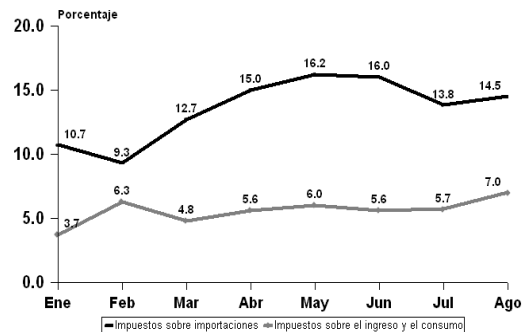
¹¹ En Acuerdo Gubernativo Número 240-2010, se establecieron las cuotas financieras para el cuatrimestre septiembre-diciembre.

**INGRESOS TRIBUTARIOS
AÑOS 2009-2010***
Variación interanual acumulada



* Cifras preliminares

**INGRESOS TRIBUTARIOS
AÑO 2010***
Variación interanual acumulada



* Cifras preliminares

En el caso de los ingresos tributarios, destacaron los provenientes del Impuesto al Valor Agregado (IVA) por Q10,980.8 millones, de los cuales el IVA sobre importaciones recaudó Q6,598.9 millones, mientras que el IVA doméstico recaudó Q4,381.9 millones; del Impuesto sobre la Renta por Q5,175.5 millones; del Impuesto de Solidaridad por Q1,894.8 millones y del Impuesto sobre Importaciones por Q1,469.4 millones.

En lo que respecta a los ingresos no tributarios, De Capital y Donaciones, éstos registraron un monto de Q1,483.0 millones, ingresos que representaron el 6.1% del total de ingresos.

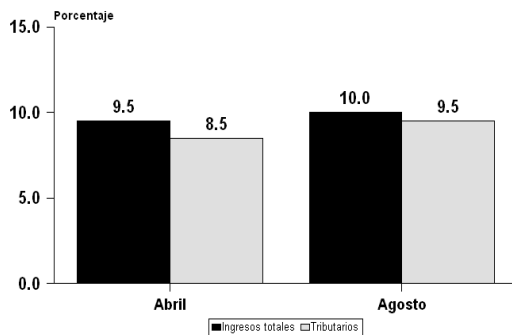
Finalmente, es importante indicar que los ingresos registrados a agosto mostraron un mayor crecimiento, respecto a los registrados en abril, reflejando un comportamiento más dinámico de la actividad económica interna, particularmente por la mayor demanda de importaciones.



Por su parte, el dinamismo de crecimiento que venía registrando el gasto público en el primer trimestre del año se vio interrumpido temporalmente en abril, ante el rezago en la aprobación de los Bonos del Tesoro por Q4,500.0 millones; situación que cambia inmediatamente a partir de mayo luego de la aprobación de dichos instrumentos; a agosto el crecimiento del gasto fue de 15.6%, respecto al observado en igual período de 2009, de los cuales se destinó 73.8% a gastos de funcionamiento y 26.2% a gastos de capital.

INGRESOS

AÑO 2010*
Variación interanual acumulada



* Cifras preliminares

El comportamiento de los gastos de funcionamiento estuvo determinado por los gastos de operación que se ubicaron en Q12,107.6 millones, entre los que destacan el pago de sueldos y salarios por Q8,064.5 millones; las transferencias corrientes por Q6,823.8 millones, (de las cuales las realizadas a las prestaciones a la seguridad social ascendieron a Q1,989.3 millones, al Programa Mi Familia Progresiva por Q670.0 millones, a la Universidad de San Carlos por Q667.0 millones y al Organismo Judicial Q581.0 millones); y, al pago de intereses de la deuda pública por Q3,210.1 millones.

Por su parte, de los gastos de capital, Q4,416.6 millones corresponden a gastos de inversión indirecta en los que sobresalen las transferencias a las municipalidades del país por Q3,015.1 millones y a los Consejos de Desarrollo Urbano y Rural por Q875.6 millones y Q3,463.9 millones de inversión directa, en la

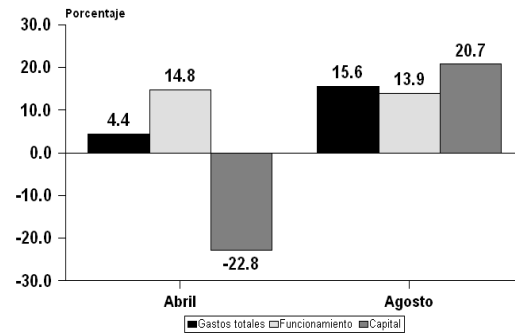
que destaca el Programa de Desarrollo de la Infraestructura Vial que ejecutó Q1,977.6 millones..

El gasto social a agosto se ubica en Q11,696.4 millones, 3.5% del PIB (3.0% del PIB a agosto de 2009), sobresaliendo el gasto en educación, ciencia y cultura por Q6,928.3 millones.

El ritmo de la ejecución del gasto público a agosto registró un mayor dinamismo al observado a abril, particularmente por los gastos de capital, derivado de los ingresos obtenidos por la colocación de Bonos del Tesoro, los cuales comenzaron a negociarse a partir de junio.

GASTOS

AÑO 2010*
Variación interanual acumulada



* Cifras preliminares

Como resultado del mayor dinamismo del gasto público respecto de los ingresos, el déficit fiscal se ubicó en Q5,515.0 millones, equivalente a 1.7% del PIB (déficit de Q3,702.0 millones a agosto de 2009, equivalente a 1.2% del PIB). El déficit primario¹² ascendió a 0.7% del PIB (déficit primario de 0.3% del PIB a agosto de 2009), resultado de que al deducir el pago de intereses de la deuda pública por Q3,210.1 millones del gasto total, se genera un déficit por Q2,304.9 millones (déficit de Q772.7 millones a agosto de 2009) y un ahorro corriente de Q2,067.1 millones y que refleja principalmente, los mayores gastos de operación del Gobierno Central.

El financiamiento externo neto fue positivo en Q3,920.5 millones, como resultado de desembolsos por Q5,378.5

¹² El déficit o superávit primario se obtiene excluyendo del gasto total los pagos de intereses de la deuda pública.



millones¹³ y amortizaciones por Q1,458.0 millones. Cabe destacar los recursos obtenidos del desembolso por US\$85.0 millones (equivalente a Q680.0 millones) proveniente del BIRF que se destina al programa de reconstrucción derivado de la tormenta tropical *Agatha* y que no se había previsto utilizar en el presente año. Por su parte, el financiamiento interno neto fue positivo en Q3,700.0 millones, resultado de colocaciones por Q5,418.8 millones¹⁴ y amortizaciones por Q1,718.8 millones. Es importante resaltar que de las colocaciones realizadas a agosto, el 85.0% se negociaron a plazos de entre 10 y 15 años (57.1% en diciembre de 2009), además, destacar que las tasas de interés a que fueron colocados los bonos fueron menores a las registradas el año anterior. Derivado de que el financiamiento neto total fue superior al déficit fiscal observado, se generó un aumento en la caja fiscal de Q2,105.5 millones.

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A AGOSTO
AÑOS: 2009-2010
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2009	2010 ^{p/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	22,271.8	24,507.0	2,235.2	10.0
A. Ingresos	21,982.3	24,225.6	2,243.3	10.2
1. Ingresos Corrientes	21,971.0	24,208.6	2,237.6	10.2
a. Tributarios	21,024.4	23,024.0	1,999.6	9.5
b. No Tributarios	946.6	1,184.6	238.0	25.1
2. Ingresos de Capital	11.3	17.0	5.7	50.4
B. Donaciones	289.5	281.4	-8.1	-2.8
II. Total de Gastos	25,973.8	30,022.0	4,048.2	15.6
A. Funcionamiento	19,446.6	22,141.5	2,694.9	13.9
B. Capital	6,527.2	7,880.5	1,353.3	20.7
III. Déficit o Superávit Fiscal	-3,702.0	-5,515.0	-1,813.0	49.0
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	2,524.4	2,067.1	-457.3	-18.1
V. Financiamiento	3,702.0	5,515.0	1,813.0	49.0
A. Financiamiento Externo Neto	2,821.0	3,920.5	1,099.5	39.0
B. Financiamiento Interno Neto	1,527.5	3,700.0	2,172.5	142.2
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-646.5	-2,105.5	-1,459.0	225.7

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{p/} Cifras preliminares.

Es importante indicar que con el propósito de financiar la reconstrucción, el gobierno está considerando gestionar con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) un préstamo por US\$265.0 millones y una ampliación del monto de la emisión de Bonos del Tesoro por alrededor de Q2,000.0 millones, de esa cuenta, el Ministerio de Finanzas Públicas aún plantea dos escenarios de cierre fiscal previstos para 2010. En este contexto, una carga tributaria baja y un gasto fiscal creciente plantean nuevos desafíos para las finanzas públicas en lo que resta del año y para los años siguientes, y requiere de una política monetaria que se mantenga vigilante para adoptar las acciones pertinentes en forma oportuna que permitan mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos.

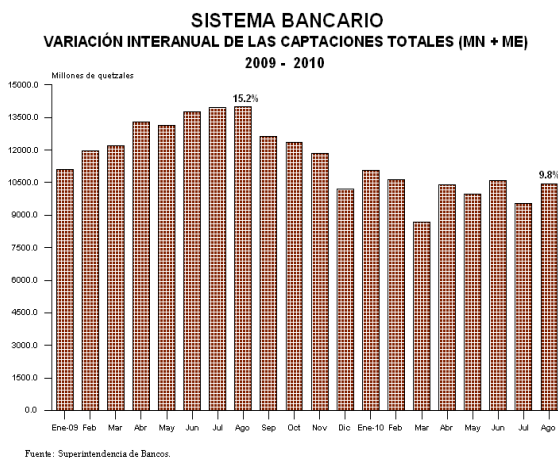
¹³ Sobresalen los desembolsos siguientes: a) Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$285.0 millones, de los cuales US\$200.0 millones corresponden al "Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional" y US\$85.0 millones corresponden al "Préstamo para Políticas de Desarrollo para la Gestión de Riesgos de Desastres"; b) Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$220.0 millones, de los cuales US\$150.0 millones corresponden al "Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas" y US\$70.0 millones corresponden al "Programa de Inversión en Capital Humano"; y c) Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por US\$72.7 millones, correspondientes al "Programa de Apoyo al Registro Nacional de las Personas".

¹⁴ Al 31 de agosto se había colocado el 87.1% de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala.

3. Sistema bancario

a) Captaciones totales

La actividad bancaria medida por las captaciones totales¹⁵ continuó mostrando a agosto un comportamiento dinámico, similar al del primer cuatrimestre del año, aunque inferior al año anterior; dichas captaciones aumentaron en términos interanuales en Q10,442.1 millones (9.8%). Cabe destacar que el referido dinamismo ha estado sustentado en la evolución positiva de los depósitos del público, los cuales aumentaron en Q9,060.5 millones con relación al año anterior. Por tipo de depósitos se observó un crecimiento de los a plazo de Q4,165.5 millones; de los monetarios Q4,094.0 millones; y de los de ahorro Q2,730.8 millones. Por el contrario, los otros depósitos¹⁶ y las obligaciones financieras disminuyeron Q232.4 millones y Q315.8 millones, respectivamente.

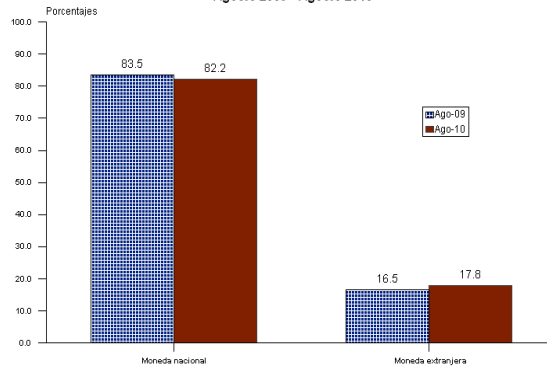


Con relación a la distribución por tipo de moneda, a agosto de 2010, el 82.2% de las captaciones totales estaban constituidas en moneda nacional (83.5% en agosto de 2009) y el 17.8% en moneda extranjera (16.5% en agosto de 2009), lo que implica un incremento de 1.3 puntos porcentuales en la participación de los recursos captados en moneda extranjera.

¹⁵ Incluye depósitos y las obligaciones financieras.

¹⁶ Incluye depósitos a la orden y depósitos con restricciones.

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



Fuente: Superintendencia de Bancos.

b) Cartera crediticia por tipo de deudor¹⁷

Según información del balance general consolidado, al 31 de agosto de 2010, la cartera crediticia del sistema bancario se situó en Q77,680.8 millones, monto superior en Q696.4 millones (0.9%) al registrado en agosto de 2009. Dicha variación se explica, por una parte, por el incremento de los créditos de consumo en Q1,264.9 millones; de los créditos empresariales menores por Q120.2 millones; de los microcréditos por Q114.1 millones y de los créditos hipotecarios para vivienda por Q78.3 millones y, por la otra, por la disminución de los créditos empresariales mayores por Q881.1 millones.

Dicho comportamiento se debe, principalmente, al hecho de que la demanda de crédito se mantiene débil. En efecto, según la Encuesta sobre las Condiciones Crediticias del Sistema Bancario realizada por el Banco de Guatemala¹⁸, la demanda de nuevos créditos (solicitudes) durante el periodo enero-agosto de 2010 permaneció, en términos generales, moderadamente débil

¹⁷ Definiciones contenidas en el Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, emitido en la resolución JM-93-2005.

¹⁸ Como parte del análisis y evaluación del desempeño económico y financiero del país y, siguiendo las mejores prácticas internacionales de los bancos centrales alrededor del mundo, el Banco de Guatemala implementó en septiembre de 2010 la primera Encuesta sobre Condiciones Crediticias del Sistema Bancario, que tiene como objetivo conocer la situación actual y las tendencias en las condiciones crediticias que prevalecen en el sistema bancario nacional.

para los sectores corporativo (deudores empresariales mayores y menores) e hipotecario; mientras que para los créditos de consumo en moneda nacional el crecimiento ha sido moderado.

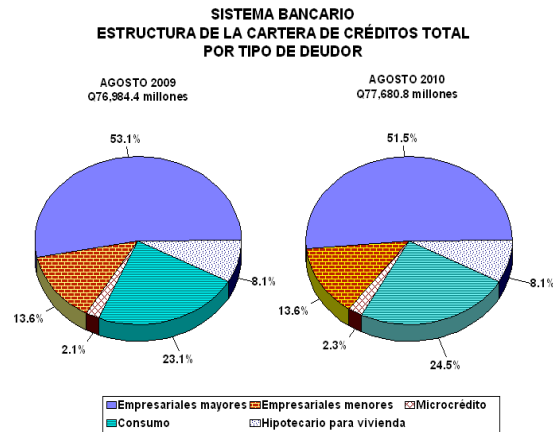
Un comportamiento similar en la demanda de crédito se ha observado en el resto de países de la región, en los que, a pesar de los signos de recuperación de la actividad económica observados en los últimos meses, el crédito al sector privado aún no muestra señales de un dinamismo importante, esperándose una recuperación gradual en la medida en que se consolide dicha recuperación (ver recuadro 5).

Cabe resaltar que las entidades que respondieron que la demanda fue sustancialmente más débil, indicaron que, para el caso del sector corporativo, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, se debe principalmente al pago anticipado de préstamos, seguido de una disminución de las necesidades de capital de trabajo de los clientes y de la inversión en activos fijos. En el caso del crédito para el consumo la principal causa de su evolución, en ambas monedas, fue la reducción en el ingreso y el incremento del desempleo, mientras que para el crédito hipotecario para vivienda, en adición a este factor, también afectó el menor dinamismo del sector inmobiliario.

Por otro lado, según la referida encuesta, la mayoría de bancos reportó que, en términos generales, los estándares de aprobación de créditos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, han sido más exigentes, mientras que el resto de entidades indicó que han permanecido iguales durante el año. La aprobación de créditos ha sido más exigente derivado principalmente del deterioro en el entorno económico, seguido del aumento en el riesgo de crédito y de los cambios regulatorios implementados. Adicionalmente, la mayoría de bancos indicó que para el resto del año no se esperan cambios en los estándares de aprobación de créditos.

Como resultado de lo anterior, a agosto de 2010 la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la forma siguiente: créditos empresariales mayores, 51.5%; créditos de consumo, 24.5%; créditos empresariales menores, 13.6%; créditos hipotecarios para vivienda, 8.1%; y

microcréditos, 2.3%.



Los créditos para el consumo y los microcréditos aumentaron su participación en el total de la cartera en 1.4% y 0.2%, respectivamente, respecto a agosto de 2009. Por su parte, los créditos empresariales mayores disminuyeron en 1.6%. Los créditos empresariales menores y los créditos hipotecarios para vivienda¹⁹ no registraron variación en su participación durante el período.

c) Tasas de interés del sistema bancario

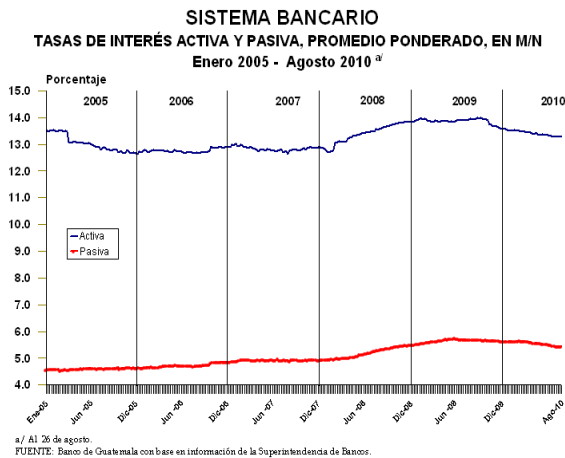
i) En moneda nacional

Durante el período enero-agosto de 2010, las tasas de interés, promedio ponderado, registraron un comportamiento, con una leve tendencia hacia la baja. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 26 de agosto se situó en 13.27%, inferior en 0.30 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2009 (13.57%)²⁰. Por su parte, la tasa pasiva, promedio ponderado, se ubicó

¹⁹ Al agregar las cédulas hipotecarias FHA, el crecimiento es de 7.4%.

²⁰ 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 26 de agosto de 2010 se situó en 11.93%. 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 26 de agosto de 2010 se situó en 14.10%. 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 26 de agosto de 2010 se situó en 24.11%.

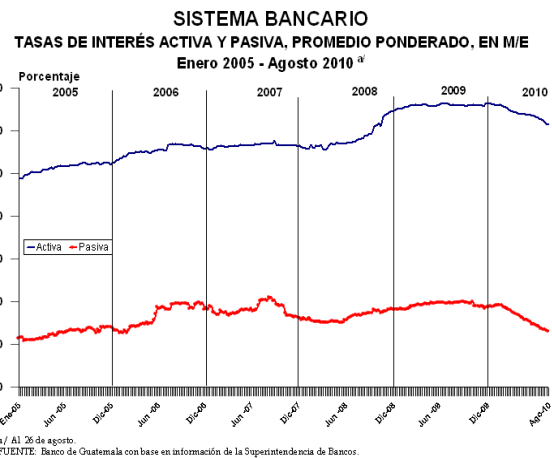
en 5.42%, inferior a la registrada al 31 de diciembre de 2009 (5.61%)²¹.



Dado el comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, se observa que el margen de intermediación financiera en moneda nacional disminuyó 0.11 puntos porcentuales.

ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado al 26 de agosto de 2010 se situaron en 8.15% y 3.31% respectivamente, inferiores en 0.49 y 0.57 puntos porcentuales a los registrados el 31 de diciembre de 2009.



Como resultado, el margen de intermediación financiera en moneda extranjera aumentó 0.08 puntos porcentuales, al pasar de 4.76 puntos porcentuales en diciembre de 2009 a 4.84 puntos porcentuales el 26 de agosto de 2010.

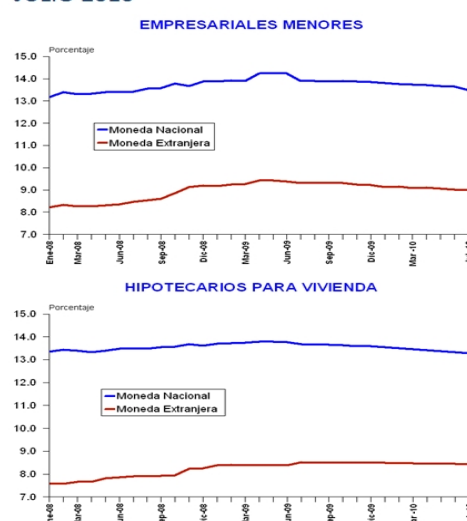
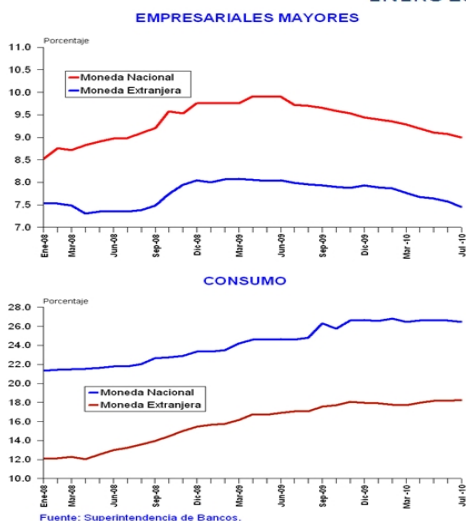
La evolución de la tasa de interés activa, promedio ponderado, en moneda nacional y extranjera, es consistente con las respuestas obtenidas en la encuesta de condiciones crediticias, según la cual la tasa de interés fue la condición crediticia menos restrictiva durante el período enero-agosto 2010.

d) Tasas de interés por tipo de deudor

En lo que respecta a la evolución de las tasas de interés de los créditos empresariales (mayores y menores) para un período más extenso (de enero de 2008 a julio de 2010), evidencian una leve disminución resultado de la reducción en la demanda de crédito y de una menor aversión al riesgo por parte del sistema bancario. La tasa de interés de los créditos de consumo se incrementó, derivado, principalmente, del mayor riesgo crediticio asumido, mientras que las de los créditos hipotecarios para vivienda, muestran una relativa estabilidad.

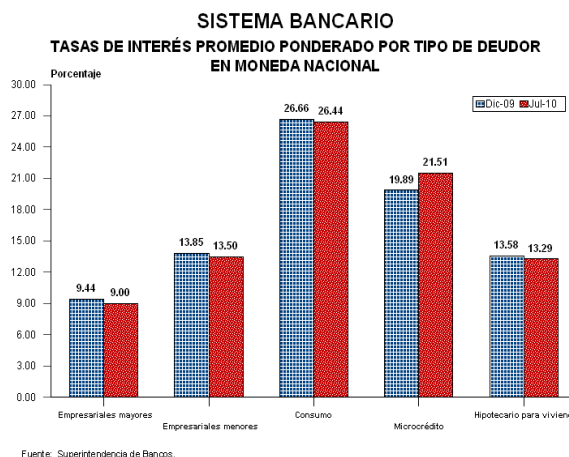
²¹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 26 de agosto de 2010, registró un nivel de 5.07%, mientras que al 31 de diciembre de 2009 se situó en 5.27%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2009, fue de 6.07%, en tanto que, al 26 de agosto de 2010 se ubicó en 5.89%. 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 26 de agosto de 2010 se situó en 7.04%.

SISTEMA BANCARIO
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE DEUDOR
ENERO 2008 – JULIO 2010



i. En moneda nacional

Las tasas de interés, promedio ponderado, del sistema bancario aplicadas a la cartera de créditos por tipo de deudor registran una leve tendencia hacia la baja, excepto para los microcréditos, que se incrementó. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.44% a 9.00%, la de empresariales menores disminuyó de 13.85% a 13.50%, la de los créditos para el consumo se redujo de 26.66% a 26.44% y la de créditos hipotecarios para vivienda pasó de 13.58% a 13.29%. Por otra parte, la de los microcréditos aumentó de 19.89% a 21.51%²².

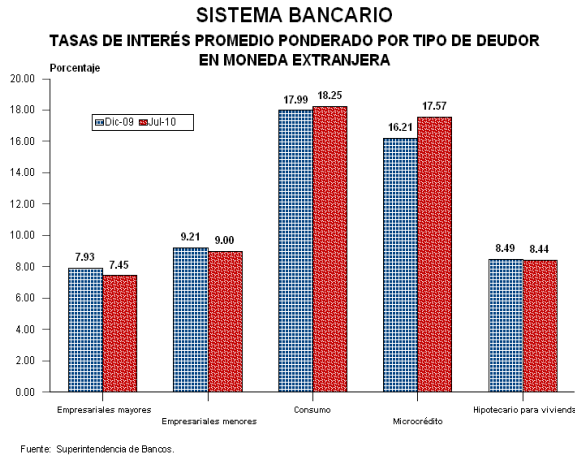


²² Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a julio de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes fue de 8.87%, la de los bancos medianos fue de 8.95% y la de los bancos pequeños fue de 11.68%. Por su parte, la tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 13.66%, por los bancos medianos fue de 13.17% y la de los bancos pequeños fue de 13.04%. 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 16.51%, la tasa de los bancos medianos fue de 34.81% y la de los bancos pequeños se ubicó en 47.89%. La tasa aplicada al microcrédito fue de 17.16% por los bancos grandes, 25.25% por los bancos medianos; y, 34.44% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 14.12%, por los bancos medianos 11.89%, mientras que por los bancos pequeños, 12.11%.

ii. En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de diciembre de 2009 a julio de 2010, en general exhibieron una tendencia hacia la baja, al pasar la de crédito a deudores empresariales mayores a 7.45% (7.93% a diciembre), la de créditos empresariales menores a 9.00% (9.21% a diciembre); y, la de crédito hipotecario para vivienda a 8.44% (8.49% a diciembre). Por otra parte, las tasas aplicadas a los créditos para consumo y a los microcréditos aumentaron al pasar de 17.99% y de 16.21% en diciembre a 18.25%

y 17.57% respectivamente²³.



e) Condiciones crediticias del sistema bancario por deudor

Como se indicó, los estándares de aprobación de créditos han sido, en términos generales, más exigentes o han permanecido iguales durante el período enero-agosto 2010. En efecto, para el crédito hipotecario para vivienda y para el crédito de consumo, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, las condiciones crediticias han permanecido en su mayoría sin cambio, tal es el caso de la tasa de interés, el requerimiento de garantías, el plazo del crédito, el monto máximo en relación al ingreso y el enganche en el caso del crédito hipotecario. Sin embargo, el cupo máximo de la tarjeta de crédito se ha restringido principalmente en moneda

extranjera. Por el lado de la banca corporativa, la encuesta revela que el sistema bancario ha requerido de mayores garantías en moneda nacional y en el caso de moneda extranjera, algunos bancos han experimentado restricciones de financiamiento externo. Adicionalmente, las tasas de interés han sido menos restrictivas; mientras que el plazo máximo de crédito ha permanecido igual, en ambas monedas.

4. Actividad económica interna

a) Producto interno bruto

La última información disponible sobre las perspectivas de la economía mundial divulgada por los principales organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), coincide en que el desempeño de la economía mundial durante el primer semestre de 2010 muestra una mayor recuperación a la esperada en las estimaciones previas, lo que permite inferir efectos externos positivos para la economía nacional, derivado de las mejores perspectivas de recuperación del crecimiento económico de los principales socios comerciales de Guatemala (Estados Unidos de América, Centroamérica, México y la Zona del Euro); de la consolidación de la reactivación del comercio mundial; de un mayor crecimiento esperado de las exportaciones, de las importaciones y de la inversión extranjera directa; así como de una recuperación en el ingreso de divisas por remesas familiares.

Por otra parte, a pesar del impacto negativo de los dos fenómenos naturales que afectaron al país a finales de mayo (erupción del Volcán de Pacaya y tormenta tropical *Agatha*), así como la presencia de un invierno más copioso en relación a los últimos años, que influyeron principalmente en una reducción de la tasa de crecimiento de las actividades agropecuarias y de transporte por carretera, la actualización de información proveniente de productores, gremiales y entidades públicas, así como el comportamiento más dinámico mostrado por distintos indicadores económicos de corto plazo a julio de 2010, aunado al mantenimiento de políticas monetaria y fiscal disciplinadas y de niveles de inflación moderados, permiten prever un

²³ Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a julio de 2010 la tasa de interés aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes, fue de 7.29%, la de los bancos medianos fue de 7.90% y la de los bancos pequeños fue de 10.18%. La tasa de interés aplicada al crédito empresarial menor por los bancos grandes fue de 8.53%; por los bancos medianos de 9.38% y la de los bancos pequeños de 10.66%. Por su parte, la tasa aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes, fue de 10.57%, por los bancos medianos fue de 21.99% y la de los bancos pequeños, fue de 26.90%. Por otro lado, la tasa aplicada al microcrédito fue de 13.41% por los bancos grandes, 25.76% por los bancos medianos; y, 12.36% por los bancos pequeños. Por último, la tasa aplicada al crédito hipotecario para vivienda por los bancos grandes fue de 8.48%, por los bancos medianos 8.37%, mientras que por los bancos pequeños, 10.01%.

mayor dinamismo en la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para 2010.

En efecto, se estima que el crecimiento del PIB, en términos reales, se ubicaría entre 2.0% y 2.8%, superior a la tasa de crecimiento económico estimada para 2009 de 0.5% y a la estimación presentada en el Informe de Política Monetaria a Abril de 2010, que sugería un crecimiento de entre 1.7% y 2.5%.

Cabe agregar que no obstante que una misión multidisciplinaria liderada por la CEPAL que evaluó los daños y pérdidas ocasionadas por los dos fenómenos naturales citados (ver recuadro en anexo 1), estimó que éstos tendrían un impacto de una reducción de 0.5 puntos porcentuales en el PIB de 2010 y, que de acuerdo a las estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, dicho impacto sería de 0.3 puntos porcentuales, el comportamiento más dinámico observado durante el primer semestre en actividades económicas como las Industrias manufactureras, Comercio al por mayor y al por menor, Servicios privados, Administración pública y defensa, así como en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, el ingreso de divisas por remesas familiares, entre otros, habría compensado dichos efectos negativos.

Dentro de lo indicado por los distintos organismos internacionales, el informe de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de julio de 2010, indica que el repunte de la actividad económica mundial fue más vigoroso de lo estimado en las proyecciones previas, en particular por el robusto crecimiento de Asia, así como por los indicios alentadores del aumento en la demanda privada. Según dicho ente, la evolución macroeconómica durante la mayor parte del segundo trimestre confirmó las expectativas de que la recuperación sería moderada pero sostenida en la mayoría de las economías avanzadas y el crecimiento sería vigoroso en muchas economías emergentes y en desarrollo.

La CEPAL²⁴, por su parte, indica que la recuperación económica para 2010 ha resultado más rápida de lo observado en crisis anteriores, particularmente en la región latinoamericana, pero que persisten

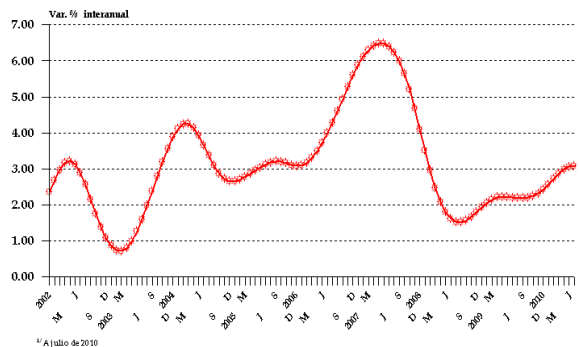
importantes retos en crear condiciones para el aumento de los niveles de inversión pública y privada.

Por otra parte, dentro de los indicadores de corto plazo considerados para la revisión de la tasa de crecimiento del PIB para 2010, destaca el mayor dinamismo observado del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) en lo que va del presente año, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) realizada entre julio y agosto de 2010, así como los resultados del PIB Trimestral (PIBT) correspondientes al primer trimestre de 2010.

b) Índice Mensual de la Actividad Económica

A julio de 2010, la tendencia-ciclo levemente ascendente del IMAE refleja el proceso de recuperación de la actividad económica nacional la cual inició desde el último trimestre de 2009 hasta registrar una variación interanual de 3.08% en julio de 2010, porcentaje superior al observado en el mismo mes de 2009 (2.20%).

IMAE
ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA
Índice Tendencia-Ciclo
BASE 2001 = 100.0
AÑOS: 2002 - 2010^{1/}
(Variación interanual)



^{1/} A julio de 2010

Entre las principales actividades que mostraron un comportamiento más dinámico en la tendencia-ciclo del IMAE están: *Industrias manufactureras*, asociado a un mayor dinamismo en la producción de productos alimenticios y en la fabricación de prendas de vestir; *Servicios privados*, relacionado con el aumento de las ventas en restaurantes; *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, por una mayor producción en los cultivos de caña de azúcar; granos básicos, frutas y hortalizas; y,

²⁴ CEPAL. Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Julio de 2010.

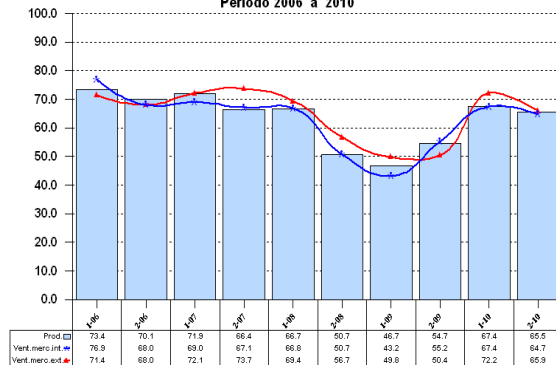
Comercio al por mayor y al por menor, asociado a una mayor demanda interna de bienes importados; cuyas ponderaciones representan en conjunto, el 72.11% de la composición de dicho indicador; mientras que las actividades que mostraron una disminución, pero que continúan siendo positivas, fueron: *Alquiler de vivienda; Administración pública y defensa; e, Intermediación financiera*, las cuales en conjunto suman el 23.97% de la estructura del IMAE.

c) Encuesta de Opinión Empresarial

Entre julio y agosto de 2010, el Banco de Guatemala realizó la Encuesta de Opinión Empresarial dirigida al sector de la industria manufacturera, en la cual se evaluó el comportamiento de dicha actividad en el primer semestre y las expectativas para el segundo semestre de 2010 destacando en el primer semestre, en términos generales, un comportamiento más dinámico que el del mismo período de 2009. En este resultado, el 41.7% de los entrevistados indicó que el volumen de producción aumentó, en tanto que para el mismo período de 2009 dicho porcentaje fue de 21.7%; en adición, el 43.6% de los encuestados señaló que su volumen de ventas totales aumentó (22.6% para igual período de 2009). En cuanto a las expectativas, el 49.9% de los encuestados manifestó que el volumen de producción aumentaría respecto de igual período de 2009 (36.9%), el 31.2% que se mantendría igual (35.6%) y sólo el 18.9% que disminuiría (27.5%).

Por su parte, el Índice de Expectativas de Producción²⁵, refleja que para dicho semestre, tanto el nivel de producción como las ventas al mercado interno y al mercado externo, aumentarán respecto a igual período de 2009, aunque con una leve reducción en comparación con lo observado en el primer semestre de 2010, lo que confirmaría las expectativas de recuperación económica del país.

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



²⁵ Construido con base en el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará, menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá.

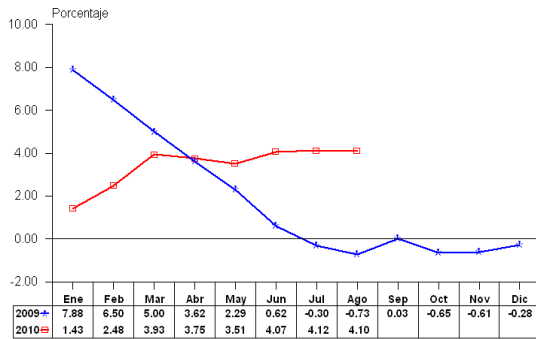
IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A AGOSTO DE 2010

A. INFLACIÓN

1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 31 de agosto de 2010

A agosto de 2010, de acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) el ritmo inflacionario se situó, a nivel república, en 4.10% (4.12% a julio), ubicándose por debajo de la meta puntual y dentro del margen de tolerancia establecido por la autoridad monetaria para el presente año (5.0% +/- 1.0 punto porcentual).

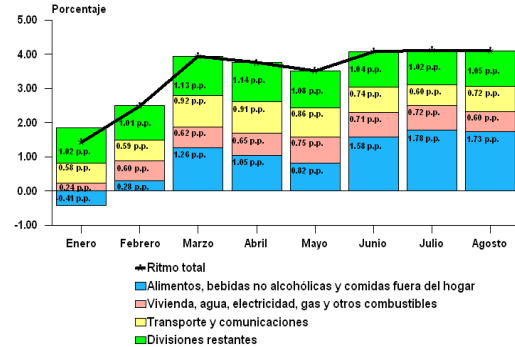
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
AÑOS: 2009 - 2010



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

El ritmo inflacionario después de presentar una tendencia decreciente durante 2009, año en el que cerró en -0.28%, en los primeros siete meses del presente año ha venido incrementándose, hasta situarse en un máximo de 4.12% en julio; sin embargo, en agosto se observa una leve reducción, al ubicarse en 4.10%. Entre las divisiones de gasto que han incidido en el incremento del IPC durante el presente año destacan: *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Transporte y comunicaciones*, tal como se observa en la gráfica siguiente.

IMPACTO DE LAS DIVISIONES DE GASTO EN EL RITMO INFLACIONARIO TOTAL PERÍODO DE ENERO A AGOSTO DE 2010



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
p.p. puntos porcentuales.

La división de gasto *Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar* (ponderación 38.75%), registró a agosto del presente año una variación interanual de 3.76%, la cual se explica, por una parte, por el incremento en los precios del grupo de gasto *Azúcar, conservas, mermeladas, jaleas, miel, siropes, chocolates y dulces* (22.95%), comportamiento resultado de un incremento en los costos de producción de azúcar, del problema de desabastecimiento en el mercado interno y por la mayor demanda mundial.

Por otra parte, también se observaron alzas en los precios del grupo de gasto *Hortalizas, legumbres y tubérculos* (19.54%), comportamiento asociado a factores de oferta, debido a los daños causados a la producción como consecuencia, inicialmente, de los efectos de la tormenta tropical *Agatha* y, posteriormente, del fuerte invierno que afecta al país. En el caso de los precios de los grupos de gasto *Pan y cereales*; y *Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas*, éstos se incrementaron resultado del alza en el precio internacional del trigo y por el aumento en el precio medio del servicio de electricidad²⁶ y del gas propano.

Por su parte, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 10.00%), registró una variación interanual de 7.05%, comportamiento asociado, por una parte, al alza en el precio medio del servicio de electricidad y del gas propano y, por la otra,

²⁶ En agosto de 2010 la tarifa del servicio de energía eléctrica registró una reducción; sin embargo, en términos interanuales dicho gasto básico continúa influyendo en la evolución del IPC.



al aumento en los alquileres reales de vivienda.

La división de gasto *Transporte y comunicaciones* (ponderación 10.92%), se

incrementó en 7.05%, debido al aumento en el precio medio del transporte aéreo y de la gasolina.

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

DIVISIÓN DE GASTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL	Agosto 2009	Agosto 2010	RITMO INFLACIONARIO 1/
ÍNDICE GENERAL	100.00	181.66	189.10	4.10
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	216.04	224.17	3.76
2. Vestuario y calzado	7.94	137.56	140.29	1.98
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	155.12	166.06	7.05
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	166.28	170.65	2.63
5. Salud	5.48	163.25	170.92	4.70
6. Transporte y comunicaciones	10.92	169.64	181.60	7.05
7. Recreación y cultura	6.83	170.12	172.95	1.66
8. Educación	5.60	156.19	159.59	2.18
9. Bienes y servicios diversos	6.53	160.12	168.07	4.97

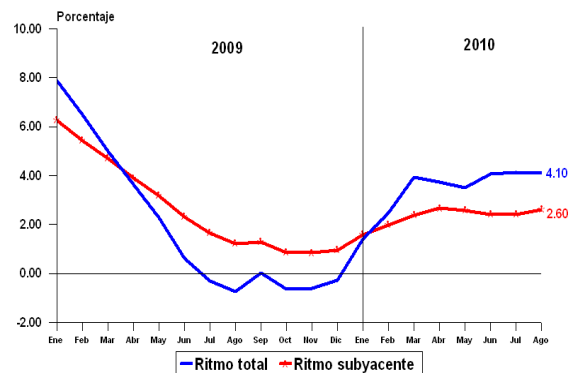
1/ Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

2. Inflación subyacente

En lo que respecta a la inflación subyacente²⁷ al mes de agosto de 2010, ésta registró una variación interanual de 2.60%, porcentaje inferior en 1.50 puntos porcentuales al IPC total (4.10%).

RITMO INFLACIONARIO TOTAL Y RITMO INFLACIONARIO SUBYACENTE
AÑOS 2009 - 2010

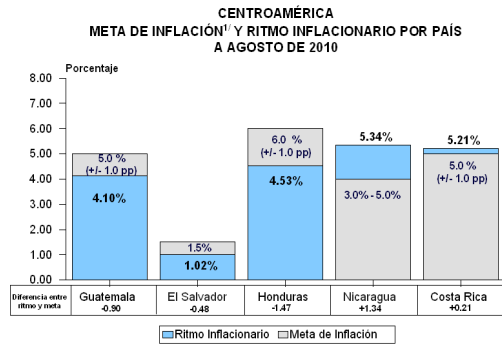


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de Guatemala.

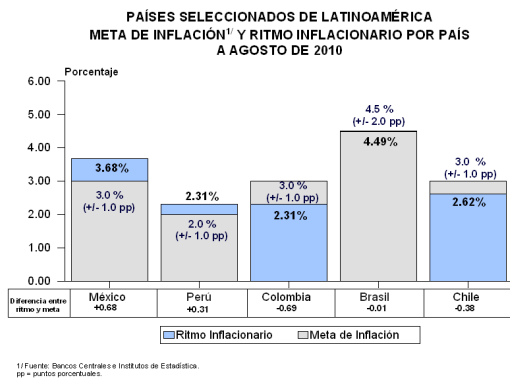
3. Inflación en otros países de la región

A nivel centroamericano, con excepción de Nicaragua y Costa Rica, el ritmo inflacionario observado a agosto fue inferior a las respectivas metas de inflación para 2010.

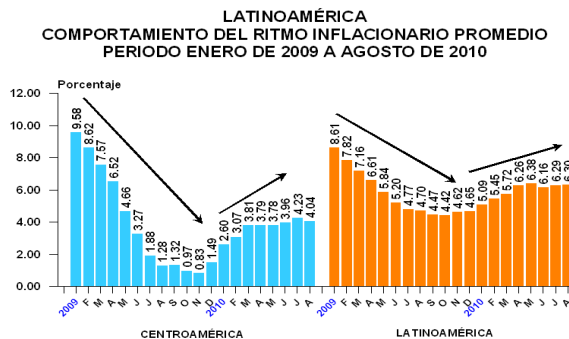
²⁷ El método utilizado para calcular la inflación subyacente en Guatemala busca una aproximación al nivel de inflación que se atribuye a factores monetarios, para lo cual excluye los precios de los bienes y servicios que muestran mayor volatilidad mensual, con variaciones tanto positivas como negativas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



En cuanto a otros países latinoamericanos con esquemas de metas explícitas de inflación, que a agosto registran ritmos inflacionarios por debajo de la meta establecida para el presente año están Colombia y Chile, mientras que Brasil, registró un ritmo inflacionario similar a su meta, en tanto que México y Perú se sitúan por encima de sus respectivas metas de inflación.



Cabe agregar que en Centroamérica, se presenta un cambio de tendencia en su ritmo inflacionario a partir de diciembre de 2009, mientras que en el resto de países latinoamericanos dicho cambio se observa desde noviembre del año anterior.

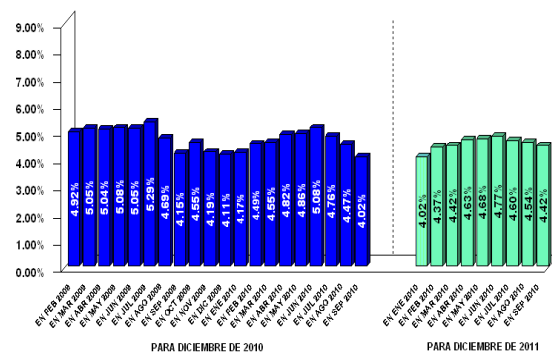


B. PROYECCIÓN ECONÓMETRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2010 Y PARA DICIEMBRE DE 2011

1. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

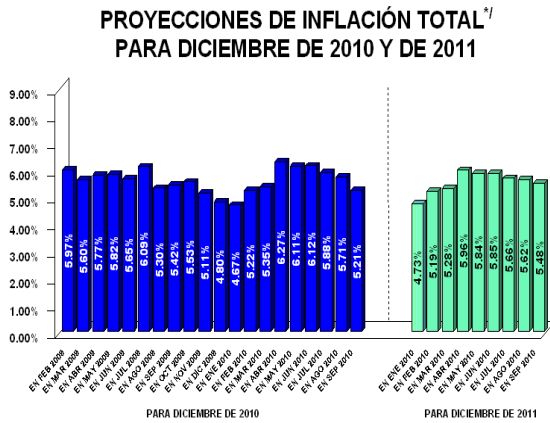
Con base en información observada a agosto de 2010 y manteniendo invariables las condiciones monetarias, así como el comportamiento de factores de oferta asociados a choques exógenos, se proyecta que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario subyacente se ubique en 4.02%, porcentaje que se sitúa por debajo del valor central de la meta de inflación (5.0%) y se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual; mientras que para finales de 2011 se estima en 4.42%, porcentaje que se sitúa por debajo del valor central de dicha meta (5.0%) y dentro del margen de tolerancia.

PROYECCIONES DE INFLACIÓN SUBYACENTE¹ PARA DICIEMBRE DE 2010 Y DE 2011

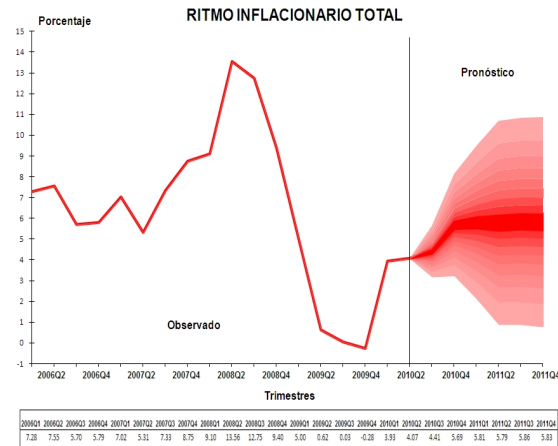


2. Ritmo inflacionario total proyectado

Para diciembre del presente año, las proyecciones del ritmo inflacionario total lo ubican en 5.21%, porcentaje superior al valor central de la meta de inflación (5.0%) y dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Para diciembre de 2011, el ritmo inflacionario total se estima en 5.48%, porcentaje superior al valor central de la meta de política monetaria fijada para ese año (5.0%) y dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



^{*/} Con base en métodos econométricos.
Proyecciones con datos de inflación referidos al mes anterior.



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

En este apartado se presentan los pronósticos de inflación generados en el tercer corrimiento de 2010 del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS).

1. Diagrama de abanico

La tendencia decreciente que registró la inflación a lo largo de 2009 se revirtió en 2010. En efecto, a agosto la inflación interanual se ubica en 4.10% y se prevé que los niveles de precios continúen mostrando un comportamiento creciente durante el resto del año.

De conformidad con las proyecciones efectuadas a través del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) se espera que para diciembre de 2010, la inflación se ubique en 5.69%, mientras que para diciembre de 2011 la proyección es de 5.83%. Dicha estimación se encuentra dentro del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria para ambos años (5% +/-1%). Sin embargo, es necesario indicar que los pronósticos que se indican corresponden al escenario base, de manera que cualquier shock exógeno que se registre durante los próximos meses podría desviar el pronóstico de inflación de la trayectoria indicada.

2. Riesgos asociados a la proyección de inflación

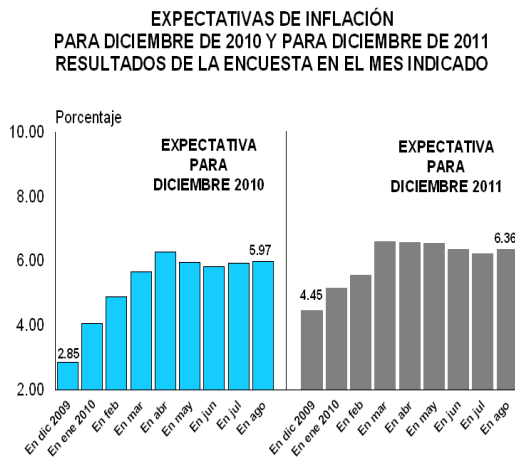
Existe un riesgo de registrar una trayectoria de inflación superior a la que se indica en el escenario base, producto de la vulnerabilidad del país a las fluctuaciones en los precios de los bienes importados. En este sentido, los riesgos potenciales que se visualizan en el mediano plazo se encuentran relacionados con incrementos mayores de los previstos en los precios del trigo, del petróleo y sus derivados, de otros *commodities*, del servicio de electricidad, así como ajustes cambiarios que pudieran derivarse de cambios en las condiciones económicas y financieras mundiales como consecuencia de reversiones inesperadas en los flujos de capitales. En efecto, los precios de las materias primas en el mercado internacional podrían continuar al alza si se registra un aumento sostenido en la demanda de estos productos proveniente de las economías emergentes. En particular, el precio internacional del trigo podría ser superior al esperado, si se prolonga la sequía que está afectando a los países que se encuentran en la zona del Mar Negro, particularmente Rusia y Ucrania. Cabe indicar que de materializarse algunos de los factores anteriores, su efecto podría contaminar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

El riesgo de registrar una trayectoria inflacionaria por debajo de la que se indica en el escenario base también es relevante. Este riesgo es función de la evolución del crecimiento económico mundial, cuya reactivación se ha visto amenazada luego del incremento en la volatilidad de los mercados

financieros internacionales, producto de la crisis fiscal griega y su posible contagio hacia otras economías emergentes de Europa. Otro factor a considerar es el efecto del retiro anticipado de los estímulos fiscales y monetarios adoptados por los países avanzados, sin un saneamiento de los balances del sistema bancario.

D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

La Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados (EEI) realizada en agosto, recoge que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se situará en 5.97%, superior en 3.12 puntos porcentuales al porcentaje esperado en diciembre de 2009 (2.85%) y dentro de la meta de inflación. Para diciembre de 2011, muestra un ritmo inflacionario de 6.36%, superior en 1.91 puntos porcentuales al porcentaje esperado en diciembre de 2009 (4.45%) y superior a la meta de inflación.



E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS

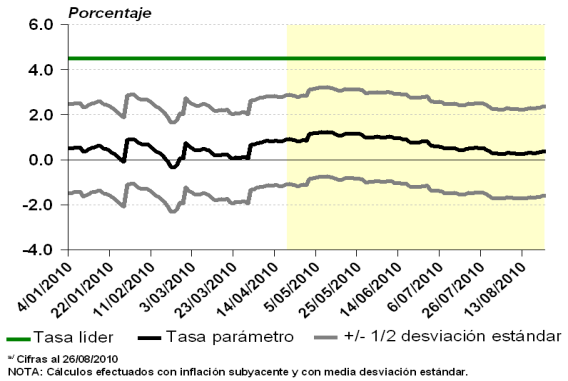
1. Tasa de interés parámetro²⁸

Durante 2010, la tasa de interés parámetro ha sugerido una orientación de política monetaria relajada, dado que en lo que va del año la tasa de interés líder de la política monetaria (4.50% entre enero y

agosto) se ubicó por encima del límite superior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro (entre 2.48% en enero y 2.34% en agosto).

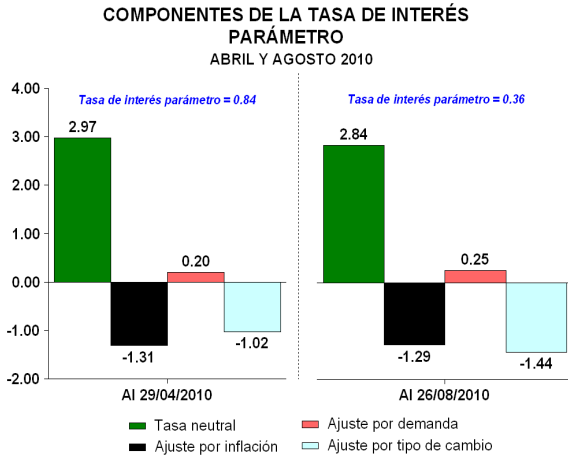
TASA DE INTERÉS LÍDER Y TASA DE INTERÉS PARÁMETRO

ENERO 2010 - AGOSTO 2010 ^{a/}



Aunque la orientación de política sugerida por dicha variable no ha variado sustancialmente durante el último cuatrimestre, se ha observado un ligero incremento en la brecha entre la tasa de interés líder y el margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro, que se atribuye principalmente a los valores negativos del ajuste por tipo de cambio y del ajuste por inflación. A este respecto, el ajuste por inflación ha mostrado un comportamiento negativo derivado de que la inflación subyacente observada ha sido menor a la meta de inflación durante el presente año; por su parte, aunque el tipo de cambio ha mostrado una relativa estabilidad a partir de marzo, la variación negativa incorporada en la tasa parámetro proviene del comportamiento ascendente que el tipo de cambio registró durante 2009, dando como resultado una apreciación en 2010.

²⁸ 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 líder que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación.

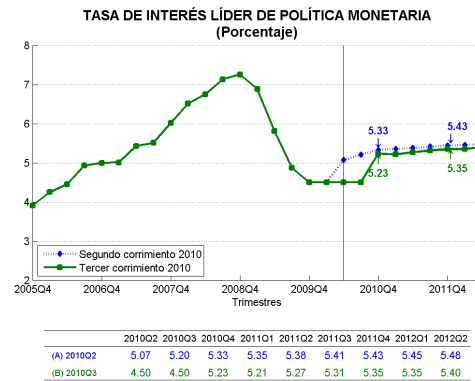


Como se mencionó, el hecho de que el límite superior del margen de tolerancia de la tasa de interés parámetro sea menor que la tasa de interés líder de política monetaria, en la fecha indicada, está determinado principalmente por el efecto que la inflación y el tipo de cambio nominal tienen en la medición de la variable indicativa en cuestión. En cuanto al efecto de la inflación, este ajuste está influido por la inflación subyacente observada, en virtud de que ésta ha mantenido, en lo que va del año, un valor significativamente menor que la meta de inflación para fin de año; sin embargo, si se toma 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, afecta, la orientación de política monetaria. Por su parte, el ajuste por tipo de cambio²⁹ también contribuye a reducir el valor de la tasa de interés parámetro, por lo que su efecto también es determinante en la orientación de política monetaria que sugiere dicha variable indicativa.

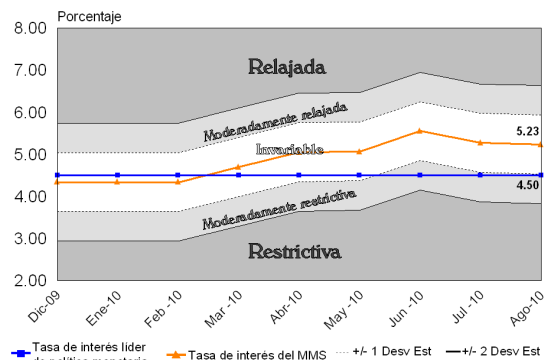
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

Derivado de la trayectoria inflacionaria moderadamente creciente prescrita para los

próximos dos años, los pronósticos condicionales de tasa de interés líder de política monetaria del escenario base también tienen la misma trayectoria. En efecto, suponiendo que la tasa de interés líder permanezca constante en 4.50% durante el tercer trimestre de 2010, el pronóstico de la misma se sitúa en 5.23% para el cuarto trimestre de 2010 (un incremento de 0.73 puntos porcentuales respecto del valor actual). Adicionalmente, se estima una ligera tendencia al alza en la tasa de interés líder a lo largo del horizonte de pronóstico con el objeto de que la inflación pueda converger en el mediano plazo, al rango meta establecido.



Tasa de interés de política monetaria y pronósticos de tasa de interés del MMS 2009-2010



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

F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

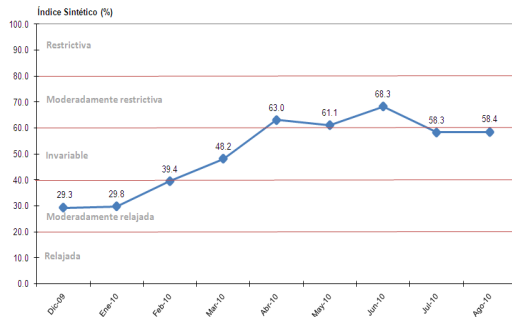
Con un enfoque prospectivo, el seguimiento de las variables indicativas se hace mediante un índice sintético que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables.

Entre abril y agosto se observa una disminución en la orientación restrictiva que sugiere el Índice Sintético, como resultado de que en los últimos meses las proyecciones de inflación han tendido a moderarse y un aumento más que proporcional en el segmento de variables que sugieren restringir de manera moderada, debido a que la brecha entre la tasa de interés del MMS se amplía en relación a la tasa de interés líder de la política monetaria.

ÍNDICE SINTÉTICO COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN			
ORIENTACIÓN	AI	AI	AI
	31/12/2009 (%)	30/04/2010 (%)	31/08/2010 (%)
Relajada	29.00	11.00	11.00
Moderadamente relajada	42.00	23.00	23.00
Invariable	12.00	12.00	0.00
Moderadamente restrictiva	17.00	10.86	53.29
Restrictiva	0.00	43.14	12.71
TOTAL	100.00	100.00	100.00

La orientación global del índice sintético se ilustra en la siguiente gráfica.

ÍNDICE SINTÉTICO DE VARIABLES INDICATIVAS
DICIEMBRE 2009 - AGOSTO 2010 ^{a/}



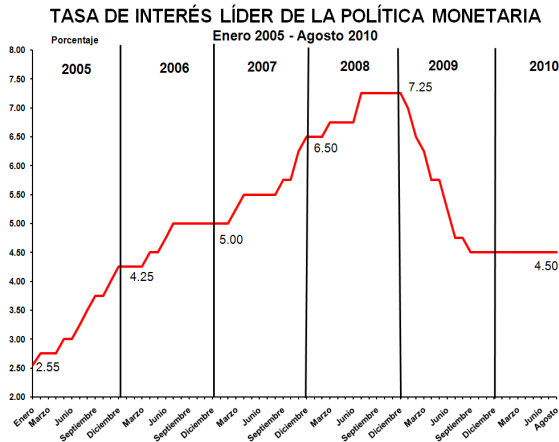
a/ Al 31 de agosto

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

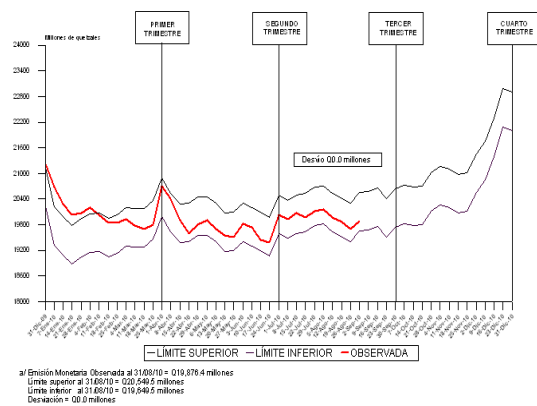
La Junta Monetaria, para el período comprendido de enero a agosto del presente año, luego de dar seguimiento al Balance de Riesgos de Inflación, a los resultados de los corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y a la orientación de las variables indicativas de política monetaria, con base en análisis integrales de las coyunturas interna y externa, decidió en las sesiones del 10 de febrero, del 24 de marzo, del 28 de abril, del 23 de junio y del 28 de julio, mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

Entre los principales factores que consideró destacan en el orden externo, los pronósticos de crecimiento mundial para 2010, derivados del mejor desempeño de las economías emergentes y las avanzadas; la situación financiera y las perspectivas de crecimiento para la Zona del Euro evidenciaban riesgos para el proceso de recuperación; y en el orden interno, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), del comercio exterior, los flujos de capitales, las remesas familiares, la recaudación tributaria, el moderado comportamiento de la demanda interna, reflejada en el comportamiento del crédito bancario al sector privado, la brecha del producto y la inflación subyacente.

Aunado a lo anterior, los pronósticos de inflación tanto total como subyacente generados por los modelos econométricos y por el Modelo Macroeconómico Semiestructural, así como las expectativas de inflación del panel de analistas privados, apuntaban a que la inflación para finales de 2010 y de 2011 se ubicaría dentro del rango de la meta.



EMISIÓN MONETARIA PROGRAMADA Y OBSERVADA
AÑO 2010³⁰



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

1. Emisión monetaria

La trayectoria de la emisión monetaria en 2010, en general, muestra un comportamiento consistente con el corredor estimado para dicha variable. Durante enero y la primera semana de febrero la emisión monetaria se ubicó, en promedio, en Q260.1 millones por arriba del corredor estimado; comportamiento que respondió, fundamentalmente, a factores de demanda.

La mayor demanda de dinero por motivo transacción que se observó al finalizar 2009 se evidencia en que el coeficiente de preferencia de liquidez³⁰ se ubicó en 0.1884, ligeramente superior al coeficiente estimado para esa fecha (0.1824), mientras que durante enero y la primera semana de febrero, dicho coeficiente empezó a mostrar un comportamiento más cercano a sus valores estimados. Al 31 de agosto, el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó en 0.1622, similar al estimado para dicha fecha (0.1638), observándose que el comportamiento de la emisión monetaria se ha mantenido dentro de los límites establecidos en el corredor programado.

2. Base monetaria amplia

El cálculo de la base monetaria amplia se realiza 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.

De la misma forma que 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.

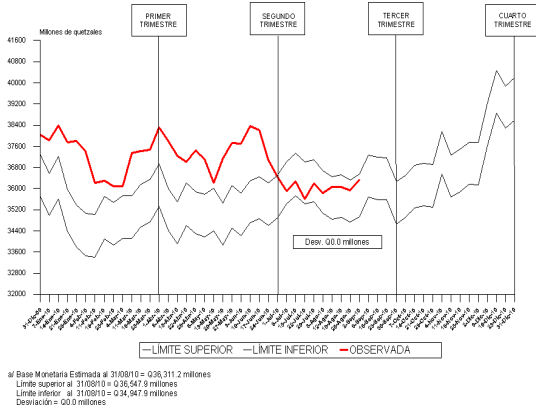
Durante el periodo enero-junio de 2010, esta variable registró un desvío promedio de alrededor de Q1,375.0 millones, asociado principalmente al mayor nivel, respecto de lo programado, de las operaciones de estabilización monetaria realizada con los bancos del sistema a plazos menores a 91 días. Desde mediados de junio y hasta el 31 de agosto, se observa una reducción en la base monetaria amplia por alrededor de Q2,050.0 millones, lo que coincide con el inicio de la colocación de Bonos del Tesoro por parte del Ministerio de

³⁰ Relación entre numerario en circulación y captaciones bancarias totales.



Finanzas Públicas, lo cual coadyuvó a que la base monetaria amplia se ubicara dentro del corredor estimado al finalizar agosto.

**BASE MONETARIA AMPLIA PROGRAMADA Y OBSERVADA
AÑO 2010^{a/}**

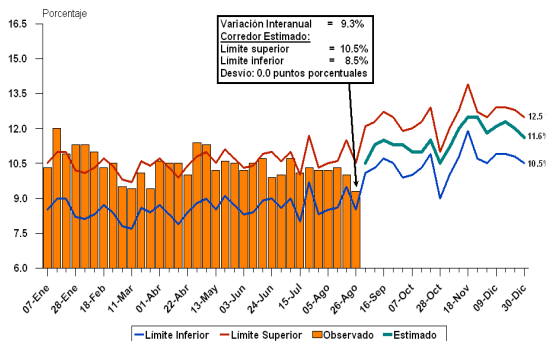


Para finales de 2010, se prevé que la base monetaria amplia crezca 8.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2009, lo que representaría un aumento de Q2,908.2 millones.

3. Medios de pago

La variación interanual de los medios de pago, al 26 de agosto de 2010 fue de 9.3%, ubicándose dentro del corredor programado para esa fecha (8.5% - 10.5%) y la proyección econométrica para finales de año es de 11.6%.

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

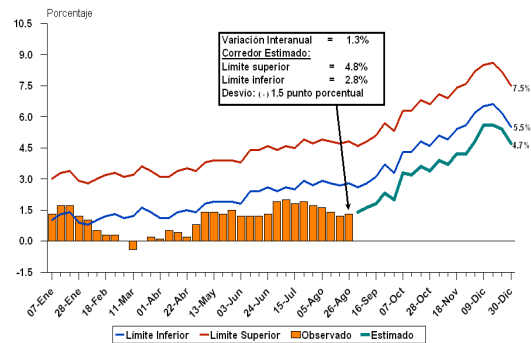


a/ Al 26 de agosto

4. Crédito bancario al sector privado

La variación interanual del crédito bancario total al sector privado al 26 de agosto de 2010 se situó en 1.3%, por debajo del rango estimado para esa fecha (2.8% - 4.8%). La estimación econométrica para finales de año es de 4.7%, la cual se ubica por debajo del límite inferior a diciembre de 2010 (5.5% - 7.5%).

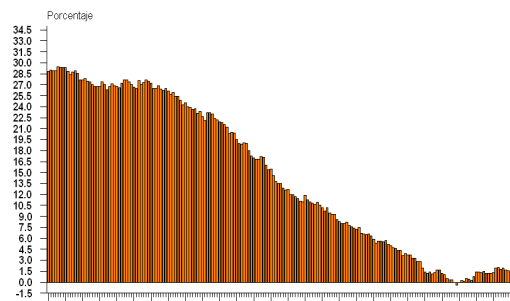
**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N + M/E)
CORREDOR ESTIMADO Y ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA
VARIACIÓN INTERANUAL 2009 - 2010^{a/}**



a/ Al 26 de agosto

En marzo de 2010, el crédito bancario al sector privado alcanzó un punto mínimo histórico en su variación interanual (-0.4%). A partir de dicho mes, ha reflejado una tendencia moderada hacia la recuperación.

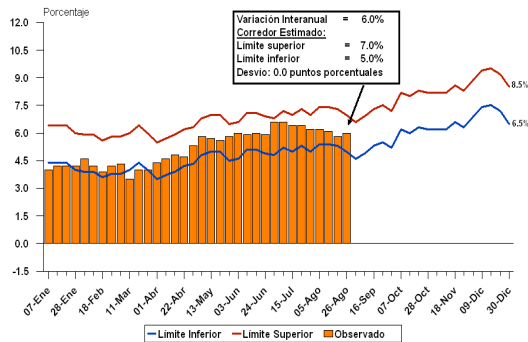
**CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (M/N + M/E)
VARIACIÓN INTERANUAL 2007 - 2010^{a/}**



a/ Al 26 de agosto

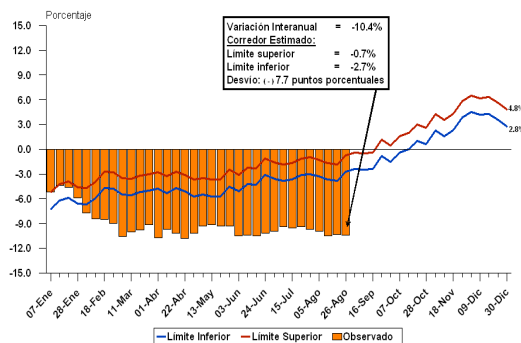
El crédito bancario al sector privado en moneda extranjera registró una variación interanual de -10.4%, ubicándose 7.7 puntos porcentuales por debajo del límite inferior del corredor estimado, mientras que en moneda nacional registra un crecimiento de 6.0%.

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



a/ Al 26 de agosto

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



a/ Al 26 de agosto

Se considera que el debilitamiento del crédito bancario responde fundamentalmente a factores de demanda. En efecto, la participación del consumo privado como porcentaje del PIB se redujo de un nivel de 91.0% en el tercer trimestre de 2008 a un 84.5% en el primer trimestre de 2010. Por su parte, al analizar el comportamiento del

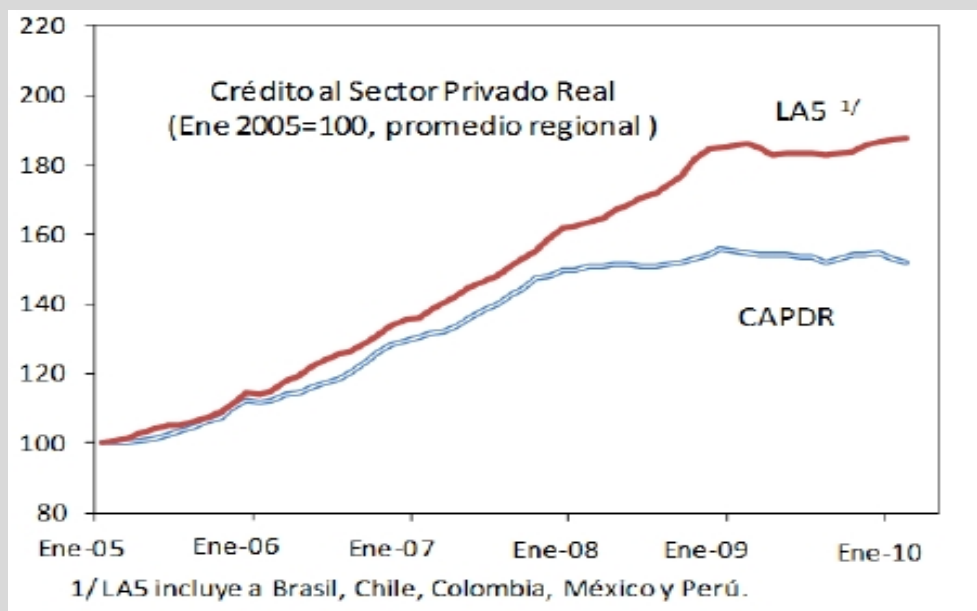
crédito bancario al sector privado por actividad económica, particularmente en moneda extranjera, se evidencia que las ramas de actividad económica en las que se han registrado las mayores reducciones desde enero de 2009 (fecha en la cual el saldo del crédito en moneda extranjera alcanzó su punto máximo) son las siguientes: comercio, industria manufacturera, construcción y consumo. Cabe indicar que de acuerdo a la información del producto interno bruto trimestral, el comercio al por mayor y al por menor pasó de un crecimiento de 22.2% en 2008 a 2.8% en 2009; la industria manufacturera registró en 2008 un crecimiento de 14.1% en tanto que en 2009 fue de 4.2%; y, la construcción pasó de un crecimiento de 12.7% en 2008 a una contracción de 7.1% en 2009. Durante el primer trimestre de 2010, dichas actividades (con excepción del sector construcción), evidencian una mejora respecto al comportamiento de 2009, ya que la actividad de comercio registró un crecimiento interanual de 10.6%, en tanto que el sector de la industria manufacturera registró un crecimiento interanual de 6.6%, superior al 3.3% observado en el cuarto trimestre de 2009. El cambio de tendencia observado desde marzo de 2010 en el comportamiento del crédito bancario al sector privado en moneda extranjera podría estar asociado a los signos de recuperación que muestran las actividades que se vieron más afectadas.

Por el lado de la oferta, también hay algunos factores que habrían contribuido al comportamiento del crédito bancario al sector privado. Destaca, entre ellos, el hecho de que los bancos del sistema han sido más estrictos en sus análisis de aprobación de créditos, como lo evidencia la Encuesta sobre Condiciones Crediticias del Sistema Bancario, derivado principalmente del deterioro en el entorno económico, seguido del aumento en el riesgo de crédito y de los cambios regulatorios implementados debido a la normativa que regula la exposición a los riesgos.

RECUADRO 4**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN CENTROAMÉRICA, PANAMÁ Y REPÚBLICA DOMINICANA¹**

A pesar de los signos de recuperación de la actividad económica observados en la región luego de la crisis financiera internacional, el crédito al sector privado aún no muestra señales de un dinamismo importante. La desaceleración del crédito puede atribuirse, en parte, al endurecimiento de las condiciones crediticias; sin embargo, los factores de demanda son los que más han influido en su comportamiento y se espera que la recuperación sea gradual en la medida en que la economía de la región adquiera mayor dinamismo. El estudio del Fondo Monetario Internacional señala que esto se debe a que, como lo han evidenciado otros estudios, existe un rezago entre el comportamiento del crédito y el crecimiento económico, especialmente durante la primera etapa de una recuperación económica.

Adicionalmente, dicho estudio evidencia que la desaceleración del crédito se observa en todos los países de la región y que no es un comportamiento anormal durante la primera etapa de recuperación económica luego de la crisis. En cuanto a la oferta de crédito, si bien los bancos de la región enfrentaron la crisis con mayores niveles de capital y liquidez, así como con una elevada rentabilidad y cartera de préstamos saludables, se registró una caída en el crecimiento real del crédito al pasar de una mediana del 17% durante el periodo 2005-2007 a un nivel inferior al 2% en 2008, evidenciándose a principios de 2008 el inicio de los problemas de financiamiento externo, mientras que los depósitos se estancaron en términos reales a nivel regional. En cuanto a la demanda, es probable que la desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América observada desde inicios de 2008 y el aumento del precio de la energía desalentaran la demanda de crédito, dado el fuerte vínculo de la región con la economía norteamericana y su gran dependencia del petróleo y sus derivados. De esa cuenta, el crédito se estancó durante 2009 cuando el efecto de la crisis económica y financiera mundial se hizo sentir en su plenitud, agudizando las perspectivas futuras de inversión y deprimiendo aún más la demanda de crédito.



De acuerdo a los resultados de un modelo de Vectores Autoregresivos (VAR), utilizado en el estudio, para investigar el vínculo entre el crecimiento del producto, el crédito bancario y otras variables macroeconómicas (inflación, tasas activas y tipos de cambio) en la región de Centroamérica, Panamá y República Dominicana, para el periodo 2000-2010, se encontró que el crédito en términos reales tiende a responder a cambios en el producto real con un rezago que varía entre 6 y 14 meses. Los rezagos más cortos se observaron en Costa Rica y Nicaragua (donde un choque al producto alcanza su punto máximo después de 6 a 8 meses); mientras que en el resto de países, el rezago es de alrededor de 14 meses. Estos resultados son congruentes con las pruebas de causalidad de Granger, sugiriendo que el crédito no reactiva el crecimiento económico sino que depende de la actividad económica (la evidencia es menos firme para Panamá y El Salvador, mientras que para República Dominicana no es concluyente).

Por otro lado, utilizando la metodología de Abiad, Dell’Ariccia y Li para establecer la probabilidad de una recuperación económica sin una reactivación del crédito, se encontró que existe una probabilidad promedio de 10% de que se registre una debilidad prolongada en el crecimiento del crédito en la región, similar al promedio observado en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, pero inferior al promedio de los mercados emergentes (18%). Por otra parte se indica que estos resultados son consistentes con el hecho de que la expansión del crédito observada antes de la crisis en la región fue mucho más moderada que en otras regiones y no resultó en problemas sistémicos.

Por último, el estudio concluye que la reactivación del crédito en la región será gradual, siguiendo el ritmo de la recuperación económica. Asimismo, indica que se puede prever que las tasas de crecimiento del crédito no alcanzarán los niveles observados antes de la crisis, particularmente derivado de la debilidad prevista en la recuperación económica de los Estados Unidos de América.

¹ Síntesis del documento denominado “Crédito Bancario en Centroamérica, Panamá y la República Dominicana (CAPRD: ¿Volverán los Años de Auge?). Fondo Monetario Internacional. Julio de 2010.

I. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

1. Por plazo

El saldo de las operaciones de estabilización monetaria al plazo de 7 días reflejó una disminución de Q561.4 millones, entre el 31 de diciembre de 2009 y el 31 de agosto de 2010, al pasar de Q5,546.3 millones a Q4,984.9 millones. En lo que respecta al saldo de las OEM, con vencimientos superiores a 7 días, cabe indicar que durante el período indicado se registró un incremento de Q2,643.8 millones, determinado, principalmente, por las inversiones del sistema bancario al plazo de 2912 días (8 años).

2. Por fecha de vencimiento

En lo que respecta a la recepción de depósitos a plazo por fechas de vencimiento, cabe mencionar que al 31 de agosto de 2010, se tenían disponibles 5 fechas de vencimiento con los saldos siguientes: 6 de septiembre de 2010 (Q1,506.2 millones), 6 de diciembre de 2010 (Q1,334.6 millones), 7 de marzo de 2011 (Q1,128.4 millones), 6 de junio de 2011 (Q253.4 millones) y 5 de septiembre de 2011 (Q15.4 millones).

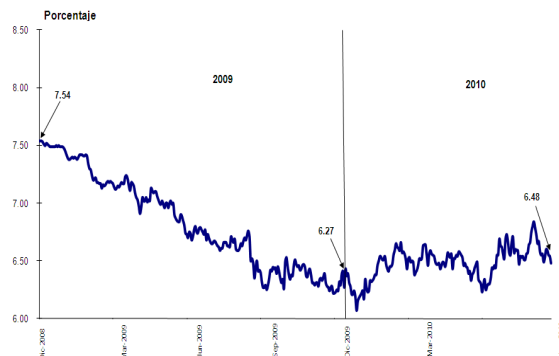
Para la determinación de los cupos fijados por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en cada evento de licitación de depósitos a plazo por fechas de vencimiento, se tomó como base los vencimientos de depósitos a plazo originalmente colocados por medio de licitaciones, el excedente de liquidez previsto en el Programa Monetario y Fiscal, así como el criterio de propiciar la reducción gradual

del saldo de las operaciones de estabilización monetaria al plazo de 7 días.

Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de depósitos a plazo en forma directa con entidades públicas, los eventos de licitación se continuaron realizando 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.

En lo que respecta al costo financiero promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria, durante el período del 31 de diciembre de 2009 al 31 de agosto de 2010, éste pasó de 6.27% a 6.48%, resultado, principalmente, del aumento de las colocaciones de depósitos a largo plazo, especialmente a 2912 días (8 años).

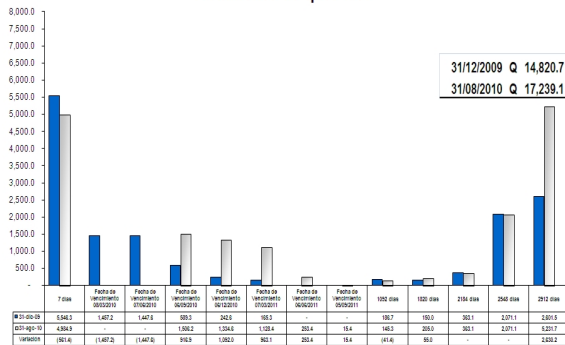
COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
DICIEMBRE 2008 - AGOSTO 2010



3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria

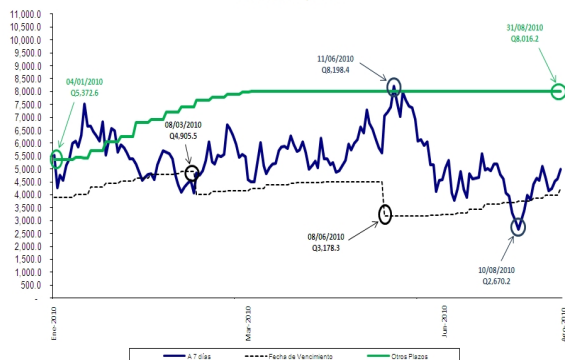
El saldo total de las OEM registró un aumento de Q2,418.4 millones, al pasar de Q14,820.7 millones registrado el 31 de diciembre de 2009 a Q17,239.1 millones el 31 de agosto de 2010.

SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA AL 31/12/2009 Y AL 31/08/2010
En millones de quetzales

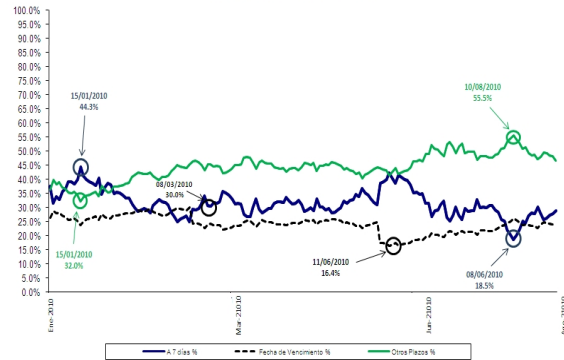


En el período, las operaciones a 7 días registraron el 11 de junio un saldo de Q8,198.4 millones (42.3% del total) y el 10 de agosto un mínimo de Q2,670.2 millones (18.5% del total). Por su parte, las OEM por fecha de vencimiento mostraron el 8 marzo un saldo máximo de Q4,905.5 millones (30.0% del total) y el 8 de junio un saldo mínimo de Q3,178.3 millones (17.4% del total). En cuanto a las operaciones a otros plazos, las mismas registraron el 31 de agosto un saldo máximo de Q8,016.2 millones (46.5% del total) y el 4 de enero un saldo mínimo de Q5,372.6 millones (36.3% del total).

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



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



Durante el periodo enero a agosto de 2010 no se realizaron operaciones de inyección de liquidez.

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

En lo relativo al Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional, la cuarta revisión realizada en agosto refleja que se cumplieron los criterios cuantitativos de desempeño y las metas estructurales contenidos en el referido acuerdo. El FMI destacó que la recuperación económica de Guatemala se está afianzando. A pesar del impacto negativo de los desastres naturales que afectaron al país el pasado mes de mayo, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) continúa acelerándose y la inflación permanece baja. El crecimiento de las exportaciones y de las importaciones también se está acelerando, las remesas se han empezado a recuperar, y las reservas monetarias internacionales están por encima del nivel observado a finales de 2009. El déficit fiscal del gobierno central durante el primer semestre alcanzó 0.9 por ciento del PIB, inferior a la meta del programa (1.5% del PIB). Por último, la solvencia y la calidad de los activos del sistema financiero se mantienen en niveles adecuados y el crédito bancario al sector privado en quetzales se empieza a recuperar.



Atentamente,

Juan Carlos Castañeda F.
Director
Depto. Estudios Económicos

Carlos E. Castillo Maldonado
Subdirector
Depto. Investigaciones Económicas

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

Otto René López F.
Director
Depto. Estadísticas Económicas

Juan Manuel Meléndez G.
Subdirector
Depto. Operaciones de
Estabilización Monetaria

Edgar R. Lemius 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 15 de septiembre de 2010.



ANEXOS

ANEXO 1

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2010

La información más reciente de productores, gremiales y entidades públicas, así como el comportamiento mostrado por distintos indicadores económicos de corto plazo, permite estimar que la mayoría de ramas de actividad económica presentarán tasas de variación positivas en su valor agregado y superiores a las de 2009.

En la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.5% en el PIB) se estima una contracción en la producción de los cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo), una desaceleración en la producción de cultivos no tradicionales, mientras que para la ganadería, caza, silvicultura y pesca se estima un leve dinamismo. En conjunto, la actividad agropecuaria registraría un crecimiento de 1.6%, inferior al de 2009 (3.8%). Según apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores, y del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), incidirán en dicho comportamiento los efectos negativos provocados por la erupción del Volcán de Pacaya y de la tormenta tropical *Agatha*, que según el MAGA provocó daños en 64 cultivos agrícolas y 6 actividades pecuarias; y por otro, las condiciones climáticas desfavorables que se han manifestado como uno de los inviernos más copiosos de los últimos años provocando exceso de agua y humedad en la mayor parte de departamentos del país.

A nivel de los principales productos de exportación, en el caso del café, se espera una reducción en la producción de 2.6% en 2010 (-2.9% en 2009), que de acuerdo a la Asociación Nacional de Café (Anacafé), se deriva de las pérdidas ocasionadas por la erupción del Volcán de Pacaya en la producción de café diferenciado en los municipios de San Vicente Pacaya, Amatitlán y Villa Canales. Por su parte, el MAGA reporta pérdidas estimadas en 142.5 miles de quintales de café.

En cuanto a la producción de banano, se espera un leve crecimiento de 1.0% (16.6% en 2009), resultado, por una parte, de los daños ocasionados por el desbordamiento de ríos en las zonas bananeras lo que provocó el anegamiento de algunas plantaciones; y, por otra, a la desaceleración de la demanda externa del cultivo.

En el volumen de producción de cardamomo se estima una caída de 3.6% (7.0% en 2009), explicado fundamentalmente por los problemas de acceso a las áreas productoras como consecuencia del exceso de lluvias, así como la caída de la demanda externa, que a julio de 2010 está 18.6% por debajo del mismo periodo de 2009 (3.2%), no obstante los mejores precios internacionales del grano.

Para la producción de caña de azúcar se estima un crecimiento de 4.0% (3.6% en 2009) que de acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), responde a una mayor producción de azúcar, ante el incremento en la demanda externa.

En relación a la producción de granos básicos como maíz y frijol, se estima que éstos crezcan 0.5% y 1.5%, respectivamente (-5.6% y -0.6%, en su orden en 2009). En efecto, de



acuerdo con información del MAGA, no obstante se cuantificaron pérdidas por 1,087.4 y 21.0 miles de quintales respectivamente (2.3% de la producción nacional), provocadas por la erupción del Volcán de Pacaya y por la tormenta tropical *Agatha*, éstas no afectarán significativamente el volumen de producción del año 2010, dado que en la mayoría de las áreas se llevó a cabo una resiembra de los citados granos básicos, lo cual permitiría la normalización de la oferta nacional .

En la producción de hortalizas y frutas se estiman crecimientos de 1.4% y 7.9%, respectivamente, porcentajes inferiores a los estimados en 2009 (3.7% y 21.3%, en su orden). De acuerdo con información del MAGA, el menor dinamismo previsto en estas producciones estaría asociado a los efectos negativos provocados tanto por los fenómenos naturales descritos, que afectaron alrededor del 7.6% de la producción nacional de estos cultivos.

En las actividades pecuarias, particularmente 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 (1.4%, -8.1% y 2.1%, respectivamente en 2009). Al respecto, la Federación de Ganaderos de Guatemala (Fegaguat), la Asociación de Porcicultores de Guatemala (Apogua) y el MAGA, indican que el mayor dinamismo obedece, principalmente, a la recuperación de la demanda interna para este tipo de productos.

En cuanto a la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.6% en el PIB), se prevé una disminución de 6.7% en la extracción de petróleo (-5.6% en 2009) como resultado del agotamiento de los pozos y una de 8.8% en la extracción de piedra, arena y arcilla (-9.0% en 2009), asociada a los menores niveles de producción en la actividad de construcción, principal demandante de estos insumos. Por su parte, se prevé una pérdida de dinamismo en la extracción de minerales metálicos y no metálicos, con tasas de variación de 7.1% y 2.6% (25.3% y 21.6%, en 2009, respectivamente). El comportamiento de las tres subactividades citadas, en conjunto, incidiría en una caída de 0.4% de la actividad minera (4.0% en 2009).

En la *Industria manufacturera* (con una participación de 18.0% en el PIB), las expectativas de una mayor demanda externa como resultado de la reactivación económica mundial, en particular, de la economía de los Estados Unidos de América, así como de la recuperación de la demanda interna, permiten prever un incremento en la producción de textiles y prendas de vestir, un mayor dinamismo en la producción de alimentos, bebidas y tabaco, así como una leve recuperación en la demanda intermedia de otros productos manufacturados. Como resultado de lo anterior, para la actividad manufacturera se espera un crecimiento de 2.2% para 2010, mayor al de 2009 (-0.9%). La recuperación prevista en la producción de textiles y prendas de vestir, pasaría de una tasa de variación de -11.2% en 2009 a una de 3.5% en 2010, el cual se evidencia en las exportaciones de prendas de vestir a julio de 2010 que en términos de valor, reporta un crecimiento de 18.5% respecto del mismo periodo de 2009 (-23.7%).

Por su parte, para la producción de alimentos, bebidas y tabaco se estima un incremento de 3.2% (2.2% en 2009) explicado, por una mayor demanda externa e interna.



En cuanto a la producción de otros productos manufacturados, se estima un leve crecimiento de 0.1% (-2.4% en 2009) por una mayor demanda intermedia de productos químicos; de productos de papel, edición e impresión; y, de productos de caucho y plástico, entre otros.

La actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.6% en el PIB), se estima crezca 2.1% (1.1% en 2009), como resultado de una mayor demanda de energía eléctrica y agua por parte de las industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; y, servicios privados, principalmente, así como de los consumidores residenciales.

La actividad de la *Construcción* (con una participación de 2.9% en el PIB) es una de las actividades económicas más afectadas por la desaceleración de la economía nacional de los últimos dos años y se estima que continuaría deprimida en el presente año. En efecto, para dicha actividad se espera una mayor caída, al pasar de -11.8% en 2009 a -12.2% en 2010, como resultado, principalmente, de la menor construcción de edificaciones³¹, tanto residenciales como no residenciales, la cual, según datos reportados por las municipalidades encuestadas, a junio de 2010, se contabiliza una disminución de 27.8% en los metros de construcción realizados (-25.1% al mismo periodo de 2009).

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.7% en el PIB), se estima que muestre una tasa de crecimiento de 3.1% (-2.1% en 2009). Dicho comportamiento estaría asociado a la recuperación de la demanda interna, que permitiría una mayor compra de bienes comercializables en la economía, tanto de origen importado como doméstico, éstos últimos provenientes principalmente de la industria manufacturera.

En lo relativo a la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.7% en el PIB), de acuerdo con la evolución esperada de las subactividades de transporte y de correo y comunicaciones, las que explican el 95.0% del valor agregado de esta actividad, se prevé un crecimiento de 4.1% (2.8% en 2009). En efecto, en la subactividad de transporte, se estima que ésta registre un crecimiento de 2.0% para 2010 (-2.6% en 2009), influenciado por la reactivación prevista en el transporte por vía terrestre, el cual se estima crezca 1.9% (-2.3% en 2009), asociado a un mayor volumen de carga transportada como resultado de la recuperación esperada en el flujo de comercio exterior del país. En ese sentido, de acuerdo con información de la Comisión Portuaria Nacional, a mayo de 2010 se observa un incremento del 19.1% en el volumen de carga movilizada en los principales puertos del país (-9.4% al mismo periodo de 2009).

Por su parte, en la subactividad de correo y comunicaciones, se prevé un crecimiento de 4.6% para 2010 (6.4% en 2009), principalmente, por el menor ritmo de crecimiento en la activación de líneas telefónicas, que según información proporcionada por empresas operadoras de telefonía, registra una pérdida de dinamismo en la demanda de telefonía móvil.

³¹ 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.



Respecto a la actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.3% en el PIB), se prevé un crecimiento de 2.1% (3.8% en 2009) que estaría asociado al moderado ritmo de crecimiento esperado en el otorgamiento del crédito bancario al sector privado, así como al menor nivel de utilidades observadas en las instituciones bancarias y financieras, las cuales de acuerdo con información de la Superintendencia de Bancos a junio de 2010, muestran una tasa de variación de -3.6% (1.6% en el mismo periodo de 2009).

La actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 10.2% en el PIB), se estima crezca 2.5% (3.0% en 2009). La pérdida de dinamismo en el número de viviendas destinadas al arrendamiento está directamente relacionada con la contracción observada en la actividad de la construcción, principalmente la referida a las edificaciones residenciales.

En lo referente a la actividad *Servicios privados* (con una participación de 16.1% en el PIB), la recuperación esperada en la demanda intermedia por parte de las industrias manufactureras; del comercio al por mayor y al por menor; del transporte, almacenamiento y comunicaciones; así como por un mayor dinamismo esperado en la demanda de estos servicios por parte de la Administración pública y defensa, permiten prever un crecimiento 3.6% en 2010 (1.0% en 2009).

Por último, en lo relativo a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.4% en el PIB), luego de mostrar en 2009 el mayor crecimiento de la década (12.8%), asociado a la política contracíclica implementada por el Gobierno Central en dicho año, la última información disponible en cuanto al estimado de cierre en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado por concepto de pago de remuneraciones para 2010, indica una fuerte desaceleración en el referido rubro, por lo que se estima que el valor agregado de esta actividad, en términos reales, crezca 5.5%.



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

CONCEPTO	Participación en el PIB	2009 ^{p/}	2010 ^{e/}	
			Estimación en mayo de 2010	Estimación en agosto de 2010
PRODUCTO INTERNO BRUTO		0.5	1.7 - 2.5	2.0 - 2.8
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	3.8	2.4	1.6
Explotación de minas y canteras	0.6	4.0	0.1	-0.4
Industrias manufactureras	18.0	-0.9	1.9	2.2
Suministro de electricidad y captación de agua	2.6	1.1	2.0	2.1
Construcción	2.9	-11.8	-7.1	-12.2
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	-2.1	2.3	3.1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.7	2.8	3.9	4.1
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.3	3.8	4.1	2.1
Alquiler de vivienda	10.2	3.0	2.6	2.5
Servicios privados	16.1	1.0	2.7	3.6
Administración pública y defensa	7.4	12.8	3.3	5.5

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas



ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS EN EL PIB PARA 2010, CAUSADOS POR LA ERUPCIÓN DEL VOLCÁN DE PACAYA Y LA TORMENTA TROPICAL AGATHA

A finales de mayo de 2010 sucedieron dos fenómenos naturales que impactaron negativamente en la actividad económica del país, como lo fueron la erupción del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical *Agatha*. Al respecto, a solicitud del Gobierno de la República, una misión multidisciplinaria, liderada por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), realizó una evaluación de daños y pérdidas ocasionadas por dichos fenómenos. A continuación se presentan las principales consideraciones sobre la referida evaluación.

a. Principales aspectos metodológicos:

La evaluación contó con el apoyo de la CEPAL, Banco Mundial (BM), Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Fondo Monetario Internacional (FMI), Sistema de Naciones Unidas (ONU), Banco Interamericano de Desarrollo (BID), así como con el apoyo técnico y financiero del Fondo Global para la Reducción de Desastres y la Recuperación (GFDRR, por sus siglas en inglés). La metodología utilizada se basó en la desarrollada por la Comunidad Internacional de Evaluación Conjunta Post Desastres (PDNA, por sus siglas en inglés) y en el Manual para la Estimación de los Efectos Socioeconómicos de los Desastres Naturales elaborado por la CEPAL.

Estas metodologías buscan cuantificar los daños y las pérdidas por sectores, al definir los daños como aquellos causados por el desastre en el acervo de capital público y privado del país, al ocasionar la destrucción parcial o total de capital en los distintos sectores económicos, sociales, infraestructura y ambiente. En tanto que se considera pérdidas a la alteración en los flujos que generan producción e ingreso, incluyendo los mayores gastos y costos de diversos tipos, ocasionados por la destrucción.

b. Efectos socioeconómicos:

La erupción del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical *Agatha* provocaron al menos 158 muertes; 61,243 personas damnificadas; 60,236 personas en riesgo; 193,113 afectados; 144,355 evacuados y 86,907 albergados¹.

La información del diagnóstico elaborado por la CEPAL² señala que el efecto conjunto de ambos fenómenos en la economía del país ascendería a Q7,855.7 millones (equivalente a 2.6% del PIB nominal), de los cuales Q4,800.5 millones corresponden a daños (61.1%) y Q3,055.3 millones a pérdidas (38.9%).

c. Daños y pérdidas en la infraestructura nacional

El 70% de daños y pérdidas (Q5,478.0 millones) son propiedad pública y el resto corresponden al sector privado (Q2,377.6 millones), afectando principalmente a sectores de menores ingresos como grupos sociales vulnerables y pequeños empresarios.

Del total de daños y pérdidas, el 36.1% (Q2,836.7 millones) corresponden a infraestructura que comprende transporte, electricidad, agua y saneamiento; el 30.8% (Q2,417.9 millones) a sectores transversales que abarca medio ambiente, impacto sobre la mujer y gestión de riesgo; el 20.0% (Q1,567.8 millones) al sector social que incluye vivienda, educación y salud; y, el 13.1% (Q1,033.3 millones) los sectores agropecuario, industria, comercio y turismo.

De acuerdo con el manual de referencia, las pérdidas en los acervos, computados como daños directos, no se reflejarán en la inversión bruta del año, ya que se trata de la destrucción de activos preexistentes. A medida que se lleve a cabo el proceso de restauración de activos y dependiendo de las disponibilidades de recursos y de la capacidad de construcción del país, habrá de elevarse la inversión bruta del año siguiente. En ese sentido, los daños causados a la infraestructura del país no afectarán las estimaciones del PIB para 2010, debido a que éste incorpora variables de flujo, mientras que la infraestructura física, por ser un conjunto de bienes producidos en un período anterior forma parte del acervo de capital.



d. Efectos de la erupción del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical *Agatha* en los sectores productivos

El Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), estima las pérdidas en el sector agrícola en Q326.0 millones, en el sector pecuario Q8.8 millones, en el sector hidrobiológico Q8.3 y en infraestructura productiva Q35.7 millones.

Los departamentos más damnificados en el sector agrícola son: Escuintla, Zacapa, El Progreso, Baja Verapaz, Chimaltenango, Sololá, Izabal, Retalhuleu y Guatemala; siendo los cultivos más afectados: maíz (Q81.5 millones), plátano (Q54.0 millones), sandía (Q37.3 millones), café (Q20.5 millones), tomate (Q16.2 millones), mango (Q13.5 millones) y chile (Q12.5 millones).

Los departamentos más afectados en el sector pecuario son: Jutiapa (Q4.0 millones), Zacapa (Q2.6 millones) y El Progreso (Q1.2 millones); siendo las aves la especie más afectada, con una pérdida de 35.0 miles de aves.

^{1/} Coordinadora Nacional para la Reducción de Desastres, Boletín Informativo No794, de fecha 03/06/2010.

^{2/} Gobierno de Guatemala y Comunidad Internacional (2010), "Evaluación de daños y pérdidas sectoriales y estimación de necesidades ocasionados por el paso de la tormenta tropical *Agatha* y la erupción del Volcán de Pacaya Resumen preliminar".

**ANEXO 2****ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA**

El programa monetario contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas monetarias del balance del Banco Central. A continuación se presenta la información observada al 30 de junio de 2010 y se compara con la registrada al 31 de diciembre de 2009.

**PROGRAMA MONETARIO
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2009 AL 30 DE JUNIO DE 2010
- Millones de quetzales -**

CONCEPTO	PROGRAMADO	OBSERVADO	DIFERENCIA
I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS	2,557	5,207	2,650
US\$	312	635	323
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-3,374	-6,415	-3,041
1. Posición con el Sector Público	-1,122	-3,993	-2,871
1.1. Gobierno Central	-558	-3,514	-2,955
1.2. Resto sector público	-563	-479	84
2. Posición con bancos y financieras	-850	-1,170	-320
2.1. Crédito a bancos y financieras	0	0	0
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	-850	-1,170	-320
3. Otros activos netos	-24	-183	-159
3.1. Gastos y productos	286	251	-35
3.2. Activos netos no clasificados	-310	-434	-124
4. OEM con el Sector Privado	-1,378	-1,070	308
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-817	-1,208	-391
OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público)	-1,978	-1,557	421

A. MONETIZACIÓN EXTERNA

Al 30 de junio, la monetización de las RMIN registró un aumento de Q5,207.0 millones (US\$635.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior y superó en Q2,650.0 millones (US\$323.0 millones) el nivel programado, resultado, principalmente de la recepción de desembolsos de deuda pública externa no programados³² y de los mayores niveles de encaje en moneda extranjera respecto de lo programado, asociado al mayor dinamismo mostrado en las captaciones en dicha moneda.

³² Corresponde al desembolso por US\$85.0 millones correspondiente al Préstamo para Políticas de Desarrollo para la Gestión de Riesgo de Desastres del Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento.



B. ACTIVOS INTERNOS NETOS

1. Posición con el sector público

En el primer semestre, el Gobierno Central incrementó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q3,514.0 millones, monto superior en Q2,955.0 millones respecto a lo previsto en el programa monetario para dicho período. Dicho comportamiento se asocia a que el Ministerio de Finanzas Públicas inició, el martes 15 de junio, el proceso de negociación y colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala correspondientes a la emisión autorizada para 2010. En relación a la posición del resto del sector público, se registró una desmonetización por Q479.0 millones, inferior en Q84.0 millones respecto de lo programado. Este resultado se explica, fundamentalmente, por las menores inversiones en DP por parte de las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

2. Posición con bancos y financieras

Ante la expectativa de un crecimiento en las captaciones bancarias con el sector privado, la posición con bancos y financieras registró un flujo de Q1,170.0 millones, monto que supera en Q320.0 millones a lo programado para el primer semestre de 2010.

3. Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala en el primer semestre fue monetizante en Q251.0 millones. Dicha monetización fue inferior a la programada en Q286.0 millones, lo que significó una desviación de Q35.0 millones y obedeció, 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

Respecto del 31 de diciembre de 2009, el saldo total de las OEM registró un incremento de Q1,557.0 millones, el cual es inferior en Q421.0 millones a lo programado.

C. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 2010

La revisión del programa monetario se realizó tomando en cuenta los aspectos siguientes: a) la nueva estimación de crecimiento económico para 2010, la cual aumentó de un rango de entre 1.7% y 2.5% a otro de entre 2.0% y 2.8%, como resultado de las mejores perspectivas de recuperación de la actividad económica de los Estados Unidos de América y de los demás socios comerciales de Guatemala (Centroamérica, México y la Zona del Euro); la consolidación de la reactivación del comercio mundial; la revisión al alza del crecimiento esperado de las exportaciones, de las importaciones y de la inversión extranjera directa; y los resultados recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial sobre las expectativas de producción y ventas para 2010,



que sugieren un mayor dinamismo para la actividad industrial; b) los efectos sobre la economía nacional provocados por la erupción del Volcán de Pacaya, la tormenta tropical *Agatha*; c) un ritmo de crecimiento leve del crédito al sector privado; y, d) la modificación en las proyecciones fiscales para 2010, proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, con relación a ingresos y egresos para el resto del presente año.

Tomando en consideración que los supuestos que dieron origen al programa monetario 2010 han cambiado y que se plantean dos escenarios fiscales, se procedió a elaborar dos escenarios monetarios, los cuales guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual y con el crecimiento previsto de la actividad económica real y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal.

1. Escenario 1

Este escenario contempla un crecimiento de la actividad económica en términos reales de entre 2.0% y 2.8% para 2010 y, como se indicó, con la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2010 registraría una tasa de crecimiento interanual de 9.0% respecto al saldo estimado para 2009. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (M/N + M/E) podrían crecer en un rango de entre 10.5% y 12.5%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en un rango de entre 3.0% y 5.0%, ambos en términos interanuales.

Para finales de 2010 se prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q2,460.0 millones, correspondiente a un incremento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$300.0 millones. El aumento de las RMIN se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de US\$861.0 millones³³, por intereses provenientes de la inversión neta de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$89.0 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$17.0 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$450.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de Bonos del Tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$104.0 millones y otros egresos netos por US\$113.0 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q2,437.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala

³³ Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; US\$84.8 millones correspondientes al Préstamo para Políticas de Desarrollo para la Gestión de Riesgo de Desastres, del BIRF; US\$72.7 millones destinados al Programa de Apoyo al Registro Nacional de las Personas del BCIE; y, US\$70.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano del BID.



estarían, principalmente, el aumento por Q2,710.0 millones en la cuenta encaje de los bancos del sistema, debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias y el incremento previsto en la posición del Resto del Sector Público en el Banco de Guatemala por alrededor de Q439.0 millones.

En cuanto a los factores que tendrían un efecto monetizante destacan la disminución de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q679.0 millones, los gastos netos estimados del Banco de Guatemala en alrededor de Q520.0 millones, asociados, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales.

Coherente con el diseño y ejecución del programa monetario, las OEM serían la variable de cierre de los AIN. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería reducir en 2010 su saldo de OEM en Q1,837.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y el análisis trimestral de los factores de contracción y expansión de liquidez primaria, para el tercer trimestre se estima una reducción en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$169.0 millones (equivalente a Q1,383.0 millones) y una expansión de liquidez de origen interno por Q402.0 millones, asociada, principalmente, a la reducción de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q631.0 millones y a la disminución del saldo en la cuenta encaje de los bancos del sistema por Q259.0 millones. Por lo anterior, para guardar la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala reduzca el saldo de las OEM en alrededor de Q1,332.0 millones.

En el cuarto trimestre se prevé una reducción de la liquidez de origen externo por US\$166.0 millones (equivalente a Q1,365.0 millones) y una expansión de la liquidez de origen interno por Q2,506.0 millones, como resultado de la utilización prevista de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q3,562.0 millones y de la reducción estimada de las inversiones en Depósitos a Plazo por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q195.0 millones. De esa cuenta y tomando en consideración el aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución en el saldo de las OEM por aproximadamente Q1,152.0 millones.

La estimación del Programa Monetario y Fiscal para 2010 correspondiente al escenario 1 se presenta a continuación.



PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2010
Millones de quetzales

Concepto	ESCENARIO 1				TOTAL
	I TRIM Observado	II TRIM Observado	III TRIM	IV TRIM	
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,914	8,860	9,744	8,892	36,410
Egresos	10,107	10,761	12,879	12,663	46,410
Corrientes	7,761	8,264	8,677	9,197	33,900
Capital	2,346	2,497	4,201	3,466	12,510
Déficit (% del PIB)	1,193	1,901	3,135	3,772	10,000 3.0
Financiamiento externo neto	2,556	1,638	417	210	4,821
Financiamiento interno neto	-1,273	3,686	2,087	0	4,500
Variación de Caja	-90	-3,423	631	3,562	679
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	2,745	2,462	-1,383	-1,365	2,460
En US\$	335	300	-169	-166	300
II. Activos Internos Netos	-1,004	-4,341	402	2,506	-2,437
1. Gobierno Central	-90	-3,423	631	3,562	679
2. Resto del sector público	-505	26	-154	195	-439
3. Posición con bancos	-563	-607	259	-1,799	-2,710
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	-563	-607	259	-1,799	-2,710
4. Otros Activos Netos	154	-337	-333	548	33
Gastos y productos	143	108	176	93	520
Otros	11	-445	-509	456	-487
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	1,740	-1,879	-980	1,141	23
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-237	-549	352	2,293	1,859
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-1,977	1,330	1,332	1,152	1,837
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-1,977	1,330	1,332	1,152	1,837

2. Escenario 2

Este escenario estima que la actividad económica en términos reales alcanzara un crecimiento de entre 2.0% y 2.8% para 2010 y, como se indicó, con la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2010 registraría una tasa de crecimiento interanual de 9.0% respecto al saldo estimado para 2009. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (M/N + M/E) podrían crecer en un rango de entre 10.5% y 12.5%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería en un rango de entre 2.5% y 4.5%, ambos en términos interanuales.

Para 2010 este escenario prevé una expansión monetaria de origen externo por el equivalente a Q3,731.0 millones, correspondiente a un aumento del nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$455.0 millones. El incremento de las RMIN se explicaría, principalmente, por desembolsos de préstamos externos para el Gobierno Central por alrededor de



US\$1,007.0 millones³⁴, por intereses provenientes de la inversión neta de las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$89.0 millones y por revalorizaciones en el precio del oro por alrededor de US\$17.0 millones. Por su parte, se registrarían egresos por la amortización de capital e intereses de la deuda externa del sector público por alrededor de US\$450.0 millones, así como amortizaciones a capital y pago de intereses de Bonos del Tesoro y Eurobonos por alrededor de US\$104.0 millones y otros egresos netos por US\$103.0 millones.

Tomando en cuenta el comportamiento de las RMIN, se esperaría que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala registren una disminución (desmonetización) de Q3,002.0 millones. Entre los factores de contracción de liquidez de los AIN del Banco de Guatemala estarían, principalmente, el aumento por Q2,710.0 millones en la cuenta encaje de los bancos del sistema, debido al crecimiento esperado de las captaciones bancarias y el incremento previsto en la posición del resto del sector público en el Banco de Guatemala por alrededor de Q439.0 millones.

En cuanto a los factores que tendrían un efecto monetizante destacan los gastos netos estimados del Banco de Guatemala en alrededor de Q515.0 millones, asociados, principalmente al pago de los intereses de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) y a los rendimientos provenientes de la inversión de las reservas monetarias internacionales y la disminución de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q119.0 millones.

Coherente con el diseño y ejecución del programa monetario, las OEM sería la variable de cierre de los AIN. En este sentido y considerando el comportamiento de los factores monetizantes y desmonetizantes, el Banco de Guatemala debería reducir en 2010 su saldo de OEM en Q1,131.0 millones.

Al considerar el escenario descrito y el análisis trimestral de los factores de contracción y expansión de liquidez primaria, para el tercer trimestre se estima una reducción en el nivel de las reservas monetarias internacionales netas por US\$169.0 millones (equivalente a Q1,383.0 millones) y una expansión de liquidez de origen interno por Q403.0 millones, asociada, principalmente, a la reducción de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q631.0 millones y a la disminución del saldo en la cuenta encaje de los bancos del sistema por Q259.0 millones. Por lo anterior, para guardar la congruencia con la demanda de emisión monetaria programada, se requiere que el Banco de Guatemala reduzca el saldo de las OEM en alrededor de Q1,332.0 millones.

³⁴ Incluye desembolsos de préstamos externos contratados por el sector público, entre los que destacan los siguientes: US\$250.0 millones destinados al Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas; US\$200.0 millones destinados al Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional del BIRF; US\$155.0 millones destinados al Programa de Apoyo Presupuestario del BCIE; US\$84.7 millones correspondientes al Préstamo para Políticas de Desarrollo para la Gestión de Riesgo de Desastres, del BIRF; US\$72.7 millones destinados al Programa de Apoyo al Registro Nacional de las Personas del BCIE; y, US\$70.0 millones destinados al Programa de Inversión en Capital Humano del BID.



En el cuarto trimestre se prevé una reducción de la liquidez de origen externo por US\$11.0 millones (equivalente a Q94.0 millones) y una expansión de la liquidez de origen interno por Q1,941.0 millones, como resultado de la utilización prevista de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q3,002.0 millones y de la reducción estimada de las inversiones en Depósitos a Plazo por parte del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q195.0 millones. De esa cuenta y tomando en consideración el aumento estacional de la demanda de emisión monetaria, sería necesaria una disminución en el saldo de las OEM por aproximadamente Q446.0 millones.

La estimación del Programa Monetario y Fiscal para 2010 correspondiente al escenario 2 se presenta a continuación.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2010
Millones de quetzales

Concepto	ESCENARIO 2				TOTAL
	I TRIM Observado	II TRIM Observado	III TRIM	IV TRIM	
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,914	8,860	9,744	8,892	36,410
Egresos	10,107	10,761	12,879	13,643	47,390
Corrientes	7,761	8,264	8,677	9,197	33,900
Capital	2,346	2,497	4,201	4,446	13,490
Déficit (% del PIB)	1,193	1,901	3,135	4,752	10,980 3.3
Financiamiento externo neto	2,556	1,638	417	1,450	6,061
Financiamiento interno neto	-1,273	3,686	2,087	300	4,800
Variación de Caja	-90	-3,423	631	3,002	119
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	2,745	2,462	-1,383	-94	3,731
En US\$	335	300	-169	-11	455
II. Activos Internos Netos	-1,004	-4,341	403	1,941	-3,002
1. Gobierno Central	-90	-3,423	631	3,002	119
2. Resto del sector público	-505	26	-154	195	-439
3. Posición con bancos	-563	-607	259	-1,799	-2,710
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	-563	-607	259	-1,799	-2,710
4. Otros Activos Netos	154	-337	-333	543	28
Gastos y productos	143	108	176	88	515
Otros	11	-445	-509	456	-487
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	1,740	-1,879	-980	1,847	729
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-237	-549	352	2,293	1,859
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-1,977	1,330	1,332	446	1,131
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-1,977	1,330	1,332	446	1,131